

# ÍNDICE

Página

## ARTÍCULOS

- Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la junta general en relación con las medidas defensivas. *Isabel Fernández Torres* ..... 7
- Cartas de patrocinio: algunas reflexiones sobre la construcción jurisprudencial del fenómeno. *Mónica Fuentes Naharro* ..... 49
- Las personas interpuestas en los Mercados de Valores. *Jesús Alemany Eguidazu* ..... 87

## CRÓNICA

- Las competencias de supervisión en materia de Bolsas de Valores. *Reyes Palá Laguna* ..... 129
- La estructura jurídica de los fondos de inversión del Derecho angloamericano. *Íñigo Damborenea Agorria* ..... 149
- El fideicomiso como actividad propia de las instituciones financieras en México. *Pedro López-Elías* ..... 169

## JURISPRUDENCIA

- La acción de oro (“golden share”). *Antonio Tapia Hermida* ..... 199

## NOTICIAS

1. Normativa estatal y autonómica de las cajas de ahorros. *Fernando Sánchez Calero* ..... 259

	Página
2. Desarrollo reglamentario de la normativa sobre empresas de servicios de inversión: el Real Decreto 217/2008. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	260
3. Aprobada la nueva Directiva sobre crédito al consumo. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> . . . . .	268
4. Desistimiento del recurso de la Comisión Europea contra la legislación francesa sobre prohibición de remuneración de cuentas corrientes. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	269
5. Informe conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España sobre los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. <i>Guillermo Caballero Germain</i> . . . . .	269
6. Nueva ola de activismo accionarial en EE.UU. como consecuencia de la crisis hipotecaria. <i>Fernando Barco</i> . . . . .	275
7. Reglamento de la Ley de Protección de Datos. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	275
8. Novedades reglamentarias en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	279
9. La entrada en el domicilio de las personas jurídicas y el derecho del respeto al domicilio. <i>Isabel Fernández Torres</i> . . . . .	280
10. El Sistema Arbitral de Consumo: adaptación a la nueva legislación sobre consumidores. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	283
11. Modificaciones reglamentarias en materia de publicidad de resoluciones concursales y de información. <i>Fernando Barco</i> . . . . .	286
12. Novedades reglamentarias en la regulación de los activos aptos para la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva Financieras: la Orden EHA/888/2008. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	287
13. Nueva convocatoria del Premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance. <i>Juan Sánchez-Calero</i> . . . . .	288
14. Nueva regulación de las entidades de dinero electrónico. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . . . .	289
15. El Banco de España aprueba las cláusulas generales del Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> . . . . .	291
16. Novedades reglamentarias en la regulación de los depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva: la Orden EHA/596/2008. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> . . . . .	291

## BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía . . . . .	297
------------------------	-----

---

# ARTÍCULOS

---

# LUCES Y SOMBRAS EN LA REFORMA DE OPAS: EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL EN RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DEFENSIVAS (\*) (\*\*)

ISABEL FERNÁNDEZ TORRES

*Doctor en derecho. Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

## RESUMEN

*Tras años de espera y de intensos debates en el seno de la Unión Europea, la Directiva de OPAs vio finalmente la luz en abril de 2004. La Directiva pretendía establecer un marco normativo común a los Estados miembros al mismo tiempo que adoptaba medidas tendentes a facilitar o fomentar la formulación de OPAs. Los dos pilares fundamentales sobre los que se asienta el nuevo marco jurídico son: el deber de pasividad de los administradores y el principio de neutralización. En definitiva, la Directiva pretendía eliminar los obstáculos que proliferan en los mercados europeos y que condicionan o limitan de manera severa la formulación de una OPA, al ser escasas las posibilidades de que ésta tenga éxito. No obstante, esa finalidad se ha visto en parte desvirtuada como consecuencia de la introducción de un régimen opcional que deja en manos de los Estados miembros (o incluso de las propias sociedades cotizadas) aspectos esenciales de la regulación de las OPAs.*

## ABSTRACT

*The final text of the long-awaited Takeover Bids Directive, as adopted by the Council and the European Parliament, provides two important rules: board neutrality and breakthrough. The purpose of the Directive was to facilitate takeover activity through the removal of the main obstacles in order that takeovers could be undertaken on equal conditions in the different members States. These key rules I am referring to, restrict the use or availability of different types of instruments which can be exploited by companies to thwart hostile bids. Nevertheless, the final text allows for considerable deviation at national level from its key provisions. As a consequence, the impact of the Directive depends largely on the implementation in the Member States.*

---

(\*) Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ 2007-63752, titulado “Estudio de la función de la Junta general en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución”, que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

(\*\*) El trabajo tiene su origen en la ponencia presentada en el Seminario Harvard “Comparative experiences on listed companies law” celebrado en la Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard, Cambridge, los días 15-17 de octubre de 2007.

*España ha procedido recientemente a adaptar su régimen legal en esta materia. En relación con el deber de pasividad, el artículo 60 bis LMV establece que durante el período de aceptación de la oferta, los administradores deben recabar la autorización previa de la Junta para la realización de cualquier operación susceptible de frustrar la operación. Se trata de una medida tendente a proteger a los accionistas asegurando que sean éstos quienes realmente decidan acerca del futuro de la compañía. La obligación de recabar la autorización de la Junta se extiende a las medidas o decisiones adoptadas con anterioridad a la formulación de la oferta pero aún no ejecutadas totalmente.*

*En definitiva, se trata de asegurar que la decisión última sea adoptada por los accionistas.*

*Este trabajo intenta analizar la distribución de poderes en la sociedad opada, concretamente, el poder de los administradores y los derechos de los accionistas.*

**Palabras clave:** OPAs, Medidas defensivas, Deber de pasividad, Autorización de la Junta, Neutralización, Reciprocidad.

*Spain has just transposed the Directive (Law 6/2007, 12<sup>th</sup> of april, developed by the 1066/2007, 7<sup>TH</sup> of july, Takeover Act). Regarding the passivity rule, it provides that during the bid period the board of the target company must obtain prior authorization from the general meeting of shareholders before taking any action which may result in the frustration of the bid (that is, the board of the company of the offeree has to be neutral after the bid is announced). This rule may facilitate takeover activity by limiting the board's power to raise obstacles to hostile takeovers to the detriment of shareholders interests. That is Board should running the company but shall ask for authorization for any action that could frustrate the bid, specially: the sell of the crown's jewels, transactions with the securities (poison pills, green-mail, LBO, MBO, stalking horse), new shares, extraordinary earnings per share or compensations. It safeguards shareholders against opportunistic behaviour of the incumbent management and ensures that is indeed the owners who decide on the future of the company. This obligation to look for shareholders approval is extended to the implementation of decisions taken before the bid has been announced but not yet fully implemented.*

*In the event of a takeover bid, the ultimate decision must be with the shareholders. They should always be able to decide wether to tender their shares to a bidder and at what price. This is an essential feature of companies listed on a stock exchange where shares can be acquired through purchases in the market and through public offers.*

*This paper intends to analyse the allocation of power in the takeover context, specially board's power and shareholders rights.*

**Key words:** Takeovers, Defensive measures, Passivity rule, General meeting authorisation, Neutralization, Reciprocity.

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
  - II. EL ARTÍCULO 60 BIS LMV COMO DELIMITADOR DE COMPETENCIAS ENTRE LOS ÓRGANOS SOCIETARIOS.
    - 1. **Consideraciones generales.**
    - 2. **Las obligaciones de los órganos de administración y dirección durante la oferta.**
      - A) La prohibición de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta: una perspectiva comparada.
      - B) La *passivity rule* tras la reforma de la Ley de Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio.
      - C) Una breve aproximación a algunas medidas dudosas.
  - III. EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL EN RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DEFENSIVAS.
    - 1. **El carácter permisivo del artículo 60 bis LMV.**
    - 2. **El criterio delimitador de las actuaciones durante la oferta: las actuaciones anteriores y las decisiones posteriores al anuncio.**
    - 3. **El acuerdo de la Junta general.**
    - 4. **La neutralización de las medidas defensivas: el acuerdo de la Junta general.**
    - 5. **La regla de la reciprocidad.**
  - IV. CONCLUSIONES.
- 

### I. INTRODUCCIÓN

Hablar de OPAs significa hablar de mercado de control societario, es decir, de aquel mercado activo de compra y venta de participaciones accionariales significativas.

La característica de este mercado es su objeto: el control de las sociedades. La separación entre propiedad/aportación y administración de la sociedad ha llevado consigo la atomización del accionariado permitiendo que se obtenga el control de la sociedad mediante la adquisición de una participación accionarial que resulte suficiente para acceder a los centros de decisión de la sociedad sustituyendo a las personas que los integran e imponiendo nuevas formas de gestión o de actuación.

El mercado de control cumple en este sentido una función económica de vital importancia al favorecer una asignación de los recursos más eficiente a través de la

realización de operaciones de reordenación y de reorganización de las estructuras empresariales. Esta función reporta unos sustanciosos beneficios al conjunto de los accionistas no sólo a los de aquellas sociedades sometidas a un proceso de adquisición sino que también se benefician los de otras sociedades ya que al ser la gestión más eficiente, debe llegarse a una cotización más elevada de las acciones impidiendo con ello, además, la realización de operaciones de control indeseadas. En definitiva, el mercado de control favorece el redimensionamiento de las empresas, su concentración, atendiendo a criterios de mayor especialización<sup>(1)</sup>.

Los presupuestos jurídicos sobre los que descansan las tomas de control u OPAs son completamente distintos de aquellos sobre los que se asientan otras operaciones societarias como la fusión o la escisión. Las tomas de control se caracterizan, en principio, por su virtualidad para eludir cualquier intervención del órgano de administración y gestión correspondiendo la decisión sobre la operación directa y únicamente a los accionistas. Las operaciones de toma de control facultan al adquirente para sustituir a los antiguos directivos e imponer un cambio radical de los criterios de gestión de la sociedad que lleven a aumentar la rentabilidad de la sociedad.

Ahora bien, el funcionamiento del mercado de control se ve entorpecido por una serie de obstáculos de muy diverso orden entre los que —por razones de la materia objeto de estudio— destacaríamos dos: por un lado, los que derivan de la propia estructura del mercado de control (extensión del mercado y estructura de propiedad de las sociedades que lo integran) y, por otro, la adopción por gran parte de las sociedades de medidas de defensa o blindaje con las que se busca disuadir a posibles oferentes no deseados, sobre todo por los órganos directivos que pueden ver en ellas una manera de perpetuarse en el cargo.

Por lo que se refiere a la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas, en el mercado de control español se constata la frecuente existencia de participaciones de control en manos de grupos familiares o financieros que han excluido tradicionalmente por sí mismas cualquier intento de adquisición que no haya sido expresamente pactado<sup>(2)</sup>. La presencia de uno o varios accionistas de control es una característica propia de los mercados de la Europa continental en general y uno de los elementos

---

(1) Sobre el mercado de control *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999, pp. 1-48 y SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas*, E-Print 2006/3, mayo 2006, [www.ucm.es/eprints](http://www.ucm.es/eprints).

(2) Del análisis de los Informes de Gobierno Corporativo del año 2005, el 86,7% de las sociedades del IBEX-35 (28 sociedades) tienen un capital flotante superior al 40%. Sin embargo, se constata una elevada concentración accionarial: es decir, en las sociedades con mayor capitalización bursátil, la participación media del primer accionista alcanza casi el 30% siendo la participación media de los 5 mayores accionistas superior al 45% (47,87%) [SÁNCHEZ-CALERO, J./FUENTES NAHARRO, M./FERNÁNDEZ TORRES, I., “La Junta General en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales”, *RDBB* 104, octubre-diciembre 2006, pp. 201-202, gráficos 11 y 12].

diferenciadores respecto del sistema norteamericano e incluso del inglés en los que el elemento diferenciador o particularidad es la dispersión del accionariado y, por consiguiente, la separación entre propiedad y control<sup>(3)</sup>.

La concentración del accionariado y los cruces de propiedad que caracterizan a las sociedades españolas son elementos que las alejan del modelo teórico de la gran sociedad bursátil que se caracteriza por la separación absoluta de la propiedad y la gestión y por la posibilidad de obtener su control a través de una simple apelación al mercado, estas peculiaridades que acabamos de señalar afectan a la trascendencia por parte de los administradores de emplear medidas defensivas.

Normalmente, en una sociedad con accionistas de control la posibilidad de poner en marcha medidas defensivas es menos relevante que en aquellas en las que el capital está muy disperso; los accionistas de control son quienes, en definitiva, asumen o retienen para sí las decisiones de gestión empresarial incluyendo la adopción de medidas defensivas. No obstante, se constata un cierto cambio de tendencia por lo que al mercado de control societario español se refiere. 2006 fue un año rico en operaciones corporativas produciéndose una considerable actividad de OPAs para la toma de control de empresas<sup>(4)</sup>.

---

Por lo que a la naturaleza o identidad del propietario se refiere, del estudio de la Comisión del Mercado de Valores *Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002*, elaborado por SANTANA MARTÍN/AGUIAR DÍAZ (Monografías núm. 5, mayo 2004, especialmente pp. 21-25) se observa que en 1996 los accionistas controladores en las empresas de mayor capitalización eran los Bancos y Cajas de ahorro junto con las Administraciones públicas, en los últimos años se constata una mayor presencia de grupos familiares y la pérdida del peso de las Administraciones públicas y Bancos y Cajas; a favor de la mayor ponderación de empresas no financieras de propiedad difusa. Entre las empresas de capitalización media, destaca la existencia mayoritaria de grupos familiares junto con una mayor incorporación de Bancos y Cajas como principales accionistas a medida que disminuye el tamaño de las empresas. En cuanto a las empresas de menor capitalización, aumenta el peso del control familiar disminuyendo significativamente la ponderación de Bancos y Cajas.

En torno al 50% de las empresas cotizadas españolas son controladas por grupos familiares habiendo pasado del 40,3% en 1996 al 52,7% en 2002; los Bancos o Cajas de ahorro controlan en 2002 alrededor de un 18% (la evolución ha seguido una dirección inversa pues en 1996 controlaban el 24,2%).

<sup>(3)</sup> En España, en 2005, en el 27% de las sociedades cotizadas encontramos un accionista de control que posee el 50% o más de los derechos de voto de la compañía. En el 39% de las cotizadas, el principal accionista tenía menos del 20% de los derechos de voto; y, finalmente, en el 34% de las compañías cotizadas se podía encontrar un accionista de control con un porcentaje de los deberes de voto entre el 20 y el 50%.

<sup>(4)</sup> En 2006 se autorizaron 21 OPAs de las que cuatro no finalizaron al producirse el desistimiento en régimen de competidoras y una se encontraba en fase de aceptación al cierre de 2006 [no se incluyen en las estadísticas la información relativa a otras cinco ofertas presentadas en 2006 cuya tramitación no se completó en ese año 2006: oferta sobre Sablia XXI, Telepizza por exclusión y Fadesa Inmobiliaria [ya autorizadas] y sobre Tafisa y Ayco Grupo Inmobiliario (en fase de tramitación) datos extraídos del informe anual 2006 sobre los mercados de valores y su actuación ([www.cnmv.es/index .htm](http://www.cnmv.es/index.htm))]. La razón de este aumento en el número de operaciones registradas no es sino consecuencia, en parte, de la globalización de los mercados.

OPAs (importes en millones de euros)<sup>(5)</sup>

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Autorizadas</b>					
número	17	13	9	13	21
importe potencial <sup>1</sup>	5589	7535	2048	7511	62615
<b>Realizadas</b>					
número <sup>2</sup>	17	12	9	9	14
importe <sup>3</sup>	4318	4335	1973	6822	18997

1. No incluye el importe potencial en que hubo desistimiento. La oferta sobre Endesa se incluye por su importe definitivo tras la modificación autorizada en febrero 2007.

2. Todas las autorizadas aunque finalicen en el ejercicio siguiente sin incluir las de efecto negativo o desistimiento. Los datos 2006 no incluyen una oferta con plazo de aceptación abierto (Endesa).

3. El importe de la OPA sobre Arcelor sólo incluye datos para el mercado español.

Si bien los obstáculos estructurales a los que acabamos de referirnos son importantes, en los últimos tiempos mayores conflictos han suscitado los obstáculos de tipo jurídico que tienen que ver con la adopción por las sociedades bursátiles de medidas de defensa o de blindaje<sup>(6)</sup>. Las medidas defensivas tienen su origen en la utilización de

<sup>(5)</sup> Como muestra el cuadro, tanto el importe como el volumen de las operaciones superaron considerablemente el nivel de años anteriores. La finalidad de las ofertas en 14 de los 21 casos era alcanzar el control de la compañía afectada —entendido como una participación superior al 50% del capital— bien sin participación previa (11 casos), bien aumentando su posición (3 casos). Nueve de las ofertas autorizadas en 2006 incluían un pacto previo del oferente con accionistas de referencia de la afectada. Salvo en un caso los pactos se dan en ofertas cuya finalidad es alcanzar el control. De éstos, seis son compromisos de aceptación que suponen la salida del accionista de control previo y dos son acuerdos en los que los accionistas de referencia permanecen en la compañía asumiendo el papel de cooferentes junto con un nuevo socio financiero o industrial (*vid. Informe anual 2006 sobre los mercados de valores y su actuación*, disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

<sup>(6)</sup> El porcentaje de empresas cuyos estatutos contienen una disposición defensiva experimenta un descenso notable entre 1996 y 2005 pasando de un 42% a un 35% si bien este descenso no se produce de forma lineal. Según el estudio una década de blindaje en España anteriormente citado, el porcentaje de empresas blindadas llegó a aumentar entre 1996 y 2002, pero descendió a partir de 2003 lo que, en opinión de sus autores, no es sino fiel reflejo de la entrada en vigor de la normativa sobre transparencia.

Según los más cualificados estudios, las medidas defensivas restan valor a las empresas (BEBCHUK/COHEN/FERREL, *What matters in corporate governance?*, Discussion Paper, Harvard Law School, mayo 2005, CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, p. 589). De hecho, alguno de estos autores sostiene que el sistema legislativo puede afectar al nivel de utilización de medidas defensivas;

una serie de herramientas o instrumentos que proporcionan un mayor poder a los agentes que controlan las decisiones corporativas. En consecuencia, las medidas de blindaje constituyen uno de los instrumentos de gobierno que pueden influir —y de hecho influyen— en mayor medida en el comportamiento de las empresas cotizadas españolas. Se trata de mecanismos usados por las empresas para dificultar al máximo cualquier intento de OPA hostil. Existe una variada gama de medidas utilizadas con este fin y contra las que la Comisión y el Tribunal de Justicia europeos han luchado en estos últimos años: acciones de oro; vetos políticos discrecionales; limitaciones legales a la inversión, etc. Contra esas medidas se han opuesto las autoridades de Bruselas buscando hacer realidad la libre circulación de capitales y la libertad de establecimiento<sup>(7)</sup>. Más aún, el Informe de la Comisión de 21 de febrero de 2007 [SEC (2007) 268]

---

así: BEBCHUK, *A rent protection theory corporate ownership and control*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7203, 1999; NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis*, Journal of financial Economics, vol. 68, 2003-3, pp. 325-351.

Como conclusión sobre empresas blindadas y tamaño, los autores afirman que se encuentran más empresas blindadas entre las medianas y grandes que en las pequeñas sociedades cotizadas y entre las nuevas empresas que salen a bolsa, son las más pequeñas las que se blindan en mayor medida. Así, en 2005 el porcentaje de empresas blindadas entre las grandes y las medianas se situó en el 40% mientras que las pequeñas fue del 26%. Los porcentajes resultan llamativos cuando se comparan con algunos países de nuestro entorno. Así, en el Reino Unido el 69% de las sociedades cotizadas no contienen ninguna medida defensiva (frente al 38-40% en España); un 25% de las compañías cotizadas en el Reino Unido incluyen una medida en los estatutos (frente al 49% en España), un 3% incluye 2 cláusulas de blindaje frente al 13% de las sociedades cotizadas españolas (al respecto, *vid.: Report on the proportionality principle in the European Union*, 18 de mayo de 2007).

(7) Las acciones de oro surgieron a raíz de los procesos de privatización de las empresas que tuvieron como consecuencia la eliminación del control público sobre las empresas privatizadas; sin embargo, por la naturaleza de los servicios seguía existiendo un interés público en su continuidad mediante la atribución de ciertos poderes de intervención sobre las decisiones empresariales. Aunque el contenido de las acciones de oro puede ser variado, implica siempre una intervención administrativa.

Tanto la Comisión como el Tribunal de Justicia Comunitarios han entendido que pueden ser compatibles con el Derecho comunitario “las medidas de intervención proporcionadas con el fin de interés público perseguido, que se funden en criterios objetivos y que consistan en vetos o fórmulas similares y no en autorizaciones o restricciones previas. Son incompatibles las habilitaciones de amplios poderes discrecionales, ejercitables sin suficiente predeterminación normativa para obstaculizar, mediante autorizaciones, la libre decisión de la empresa” (MUÑOZ MACHADO, voz “acciones de oro”, *Diccionario de Derecho Administrativo*, Tomo I, Madrid, 2005). El TJCE en tres sentencias de 4 de junio de 2002 (*Comisión c. Francia*, *Comisión c. Bélgica* y *Comisión c. Portugal*) declaró que las normativas nacionales que distinguen entre inversores extranjeros y nacionales, o que exigen un régimen de autorización previa con un poder discrecional muy alto para el Estado, son contrarias a la libre circulación de capitales. Sin embargo, el TJCE también entiende que algunas restricciones a la libre circulación de capitales son admisibles por razones de *orden público* o de *seguridad pública* o incluso de *interés general*. La admisibilidad de las restricciones está condicionada al respeto de tres principios: principio de neutralidad, de necesidad y de proporcionalidad. Esta jurisprudencia ha sido ratificada en relación con las legislaciones española y británica que igualmente han sido declaradas contrarias a esa libertad por mantener procedi-

sobre la implementación de la Directiva de OPAs denuncia la existencia de blindajes en un gran número de sociedades europeas para defenderse de posibles OPAs no deseadas y en la misma línea puede consultarse el *Informe sobre el Principio de proporcionalidad de la UE*, de 18 de mayo de 2007<sup>(8)</sup>.

En consonancia con este planteamiento de las instituciones europeas y con las recomendaciones del propio Informe Winter sobre OPAs, de 10 de enero de 2002 (o del propio Código Unificado de Buen Gobierno de mayo de 2006), tanto la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, como la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, para la modificación de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, han introducido importantes modificaciones en relación con las medidas defensivas. El nuevo régimen jurídico establecido tanto en la Ley como en su norma de desarrollo —Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores— intenta establecer un régimen restrictivo de blindajes sometiendo la adopción de las decisiones en esta materia a la Junta general de accionistas.

La nueva regulación consagra en el artículo 60 bis de la LMV no sólo la tradicional *passivity rule* o deber de pasividad de los administradores respecto de medidas que pudieran obstaculizar el desarrollo de la OPA sino que, además, establece una regulación más exhaustiva que la hasta ahora existente. El órgano de administración de la sociedad afectada —en consonancia con sus deberes fiduciarios— ve sus márgenes de actuación limitados con el fin de impedir que puedan interferir en el proceso de la OPA. De esta manera, toda decisión que pueda impedir el éxito de la oferta deberá ser autorizada previamente por la Junta general. El régimen de intervención de la Junta general diseñado por el artículo 60 bis de la LMV debe completarse con la norma

---

mientos de autorización previa (*Comisión c. España, Comisión c. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte*, STJCE 13 de mayo de 2003). Vid. SÁNCHEZ FELIPE, voz “Mercado Interior Europeo”, *Diccionario de Derecho de la Competencia*, Madrid, 2006; SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE/HERNÁNDEZ, “La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas”, *RDBB* 97, 2005, pp. 97 y ss. especialmente, pp. 115-125; VELASCO SAN PEDRO/SÁNCHEZ FELIPE, “La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE. El estado de la cuestión después de la SE”, *RdS* 2002-2, núm. 19, pp. 15 y ss., especialmente, pp. 31-32; SPINDLER, “El derecho europeo de sociedades después de Inspire Art y Golden Shares”, *RdS* 2004-2, núm. 23, pp. 65 y ss.; BUSTILLO SAIZ, “Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la ‘doctrina’ de la acción de oro (1.ª y 2.ª parte)”, *RDM* núms. 259 y 260, 2006, pp. 7-52 y 457-509, especialmente 2.ª parte, pp. 457 y ss.

Más recientemente, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la CE 2005/161, de 2 de junio, en relación con el Decreto Ley 192, de 25 de mayo de 2001, de la República de Italia en el que se establece la limitación de los derechos de voto de las acciones propiedad de empresas públicas de otro país que superen el límite del 2% del capital social en empresas que operan en Italia en los sectores de la electricidad y del gas.

<sup>(8)</sup> Si bien, recientemente (el 3 de octubre de 2007) el Comisario Mc Creevy en el comunicado emitido señala que dado que no hay evidencias respecto a las consecuencias negativas que para las empresas pueden derivarse de la utilización de medidas defensivas, renuncia a promover cualquier tipo de iniciativa legislativa respecto del principio *one share-one vote* (FUENTES NAHARRO, “Algunas consideraciones sobre el informe acerca del principio de proporcionalidad entre propiedad y control en la UE”, *RdS* 29, 2007-2, pp. 541 y ss.).

reglamentaria a la que se remite. Sin embargo, algunas de las precisiones contenidas en la referida norma reglamentaria suscitan dudas, problemas de interpretación y de coordinación con respecto a lo establecido en el régimen legal. Más aún, la utilización de cláusulas de blindaje en las empresas constituye una práctica habitual que se ha planteado en toda su gravedad en España en relación con la pugna por Endesa<sup>(9)</sup> y desde este punto de vista, la reforma puede considerarse como insuficiente. Es probable que esta insuficiencia sea consecuencia del propio fracaso o de la renuncia de las propias instituciones europeas en favor de la aprobación de la Directiva tan largamente esperada que se ha conformado con establecer una regla de mínimos contenidos comunes.

Pues bien, teniendo en cuenta que una de las piezas clave en el contexto de las ofertas públicas de adquisición son las vías por las que las compañías pueden hacer uso de las medidas de blindaje como mecanismo preventivo y defensivo frente a una toma de control, trataremos en las siguientes páginas de analizar cuál es el órgano competente para adoptar las medidas defensivas, cuándo pueden adoptarse dichas medidas y cuáles son las características de los acuerdos. Finalmente, trataremos de ver si las medidas defensivas tienen alguna justificación o no. El análisis de estas cuestiones se afrontará desde una perspectiva comparada.

## II. EL ARTÍCULO 60 BIS DE LA LMV COMO DELIMITADOR DE COMPETENCIAS ENTRE LOS ÓRGANOS SOCIETARIOS

### 1. Consideraciones generales

El nuevo artículo 60 bis de la LMV se enmarca dentro del Capítulo V del Título IV de la LMV titulado “De las ofertas públicas de adquisición” y es el que más se ha visto afectado por la nueva reforma.

Por lo que se refiere al contenido concreto del artículo 60 bis de la LMV es conveniente señalar que el propósito de la norma es claro: limitar las posibilidades de actuación de los administradores, que podrían proceder movidos por razones de pura conveniencia personal, evitando que interfieran en el normal desarrollo de la operación. Esta regla tradicional en el ámbito de las OPAs y conocida como *passivity rule*, requiere alguna matización ulterior pues se redacta en este artículo 60 bis de la LMV en términos más permisivos de los que con anterioridad a la reforma conocíamos.

El análisis de este principio debe completarse con lo establecido en el artículo 28 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre régimen de las OPAs.

Trataremos pues en las próximas páginas de analizar la posición del órgano de dirección o *management* de la sociedad afectada por el lanzamiento de una OPA a la

---

<sup>(9)</sup> Algunos de los expertos, que ven en ellas no sólo una vulneración de los principios comunitarios sino también —y lo que es más grave— un atentado contra el derecho de propiedad consagrado en los artículos 33.3 y 53.1 de nuestra Ley Fundamental. GASPAR ARIÑO, “Los blindajes: ¿pero de quién es la empresa?”, *La Ley*, núm. 6685, 3 de abril de 2007.

luz del nuevo derecho nacional. Ello nos obligará a recordar, siquiera de manera sucinta, los rasgos definitorios del referido principio en las legislaciones nacionales más importantes —sin olvidar el derecho comunitario— así como el alcance y significado de las reglas contenidas tanto en el artículo 60 bis de la LMV como en el artículo 28 del RD sobre OPAs.

## 2. Las obligaciones de los órganos de administración y dirección durante la oferta

- A) La prohibición de adoptar medidas que puedan impedir el éxito de la oferta: una perspectiva comparada

La regla de la pasividad es, como hemos indicado anteriormente, una norma tradicional en el ámbito del mercado de valores<sup>(10)</sup>.

Recogida ya en el artículo 14.1 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen OPAs ha de entenderse como norma general en el derecho comparado europeo. El referido artículo 14.1 establecía un mandato inequívoco para los administradores de la sociedad afectada de abstenerse de realizar cualquier operación que no fuera propia de la actividad ordinaria de la sociedad y que pudiera perjudicar el desarrollo de la oferta debiendo prevalecer en todo momento el interés de los accionistas sobre los suyos propios<sup>(11)</sup>. El fundamento de estas medidas descansaba por un lado, en el principio de igualdad de trato; y, por otro, en el principio de protección de los intereses ajenos. Junto a estos elementos, la doctrina encontró dos justificaciones más a la regla de pasividad: por un lado, razones de orden económico (ligadas al deseo de eliminar cualquier obstáculo al desarrollo de la OPA) y, por otro, razones de carácter eminente-

---

<sup>(10)</sup> Se espera que 18 Estados Miembros en total impongan la aplicación del deber de pasividad de los administradores. Sin embargo, esta obligación de neutralidad no es nueva en ninguno de esos Estados, excepto en uno. En 13 de los 14 Estados Miembros que han adaptado su legislación a la Directiva de OPAs, ya existía un deber de pasividad concebido en términos iguales o similares a como se contempla en la Directiva. Así, excepto Malta, ningún Estado Miembro ha optado o pretende optar por imponer la regla de pasividad allí donde antes no era aplicada. En algunos Estados no existía un deber de pasividad en sentido estricto antes de la transposición de la Directiva por lo que han optado —excepto Malta— por incorporarla sólo de forma opcional. Ahora bien, se advierte que en algunos de esos Estados Miembros que no han impuesto o pretenden imponer un estricto deber de neutralidad, el órgano de dirección ve sus márgenes de maniobra limitados en relación con el uso de medidas defensivas postoferta [*vid. Report of the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Bruselas, 21-02-2007, SEC (2007), 268].

<sup>(11)</sup> En relación con la figura de la *passivity rule* a la luz del Decreto de 1991 *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control...*, pp. 170-175; GARRIDO GARCÍA, “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, *Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Tomo III, Madrid, 2002, pp. 2719 y ss.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA/SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada por el lanzamiento de una OPA”, *RdS* 18, 2002-1, pp. 231 y ss.; TAPIA SÁNCHEZ, “El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario”, *RDBB* 99, 2005, pp. 99 y ss.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “Alcance y significado de la *passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/254/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RdS* 25, 2005-2, pp. 307-310.

mente jurídico (tutela del carácter democrático de las OPAs en el sentido de que han de ser los accionistas destinatarios de la oferta quienes decidan libremente sobre ellas)<sup>(12)</sup>. En definitiva, el artículo 14 del RD de 1991 no establecía una paralización de la actividad del órgano de administración sino una prohibición de realizar actuaciones propias de la actividad extraordinaria que pudieran perturbar el desarrollo de la oferta con el fin de impedir actuaciones en beneficio de sus propios intereses y en detrimento de los intereses de los accionistas<sup>(13)</sup>. Así, podrían continuar desempeñando su cargo sin otras limitaciones que las que derivaban del artículo 14 del RD y las de las reglas generales del Derecho de sociedades.

La referida regla, anclada en el principio de neutralidad, excluía la posibilidad misma de que los administradores pudieran convocar Junta general para debatir en ella los términos de la oferta. De esta manera, debía entenderse prohibida tanto la convocatoria de una Junta meramente informativa (aspecto cubierto por el riguroso régimen informativo a que la operación se hallaba sometida así como por el control realizado por la CNMV) como de Juntas destinadas a modificar estatutos o establecer medidas obstruccionistas. El deber de pasividad a que estaban sujetos los administradores conforme a lo establecido en el artículo 14 del RD sólo podía excepcionarse en los supuestos legalmente previstos o cuando pudiera existir una amenaza grave de infringir mandatos legales directamente conectados con las OPAs; si bien en este último caso, la conducta permitida a los administradores se limitaba a poner en conocimiento del organismo público pertinente las supuestas infracciones o irregularidades<sup>(14)</sup>.

La medida —ciertamente rigurosa<sup>(15)</sup>— podía resultar en ocasiones un tanto problemática, ya que hacía necesario interpretar los actos atendiendo a la finalidad perseguida con la operación por los administradores. En efecto, algunos “actos de gestión ordinaria” eran susceptibles —por las condiciones en que se realizan— de dificultar o impedir el libre proceso de decisión de los accionistas.

El rigor de la medida no se vio atemperado en nuestro país —a diferencia de cuanto sucedía en nuestro entorno— por la posibilidad de legitimar a la Junta para autorizar determinadas operaciones. La *passivity rule* —que encuentra sus orígenes en el Derecho inglés— no se configura en los Ordenamientos de nuestro entorno de una manera tan restrictiva como la que se establecía en el RD de 1991 sino que la mayoría de las

---

(12) TAPIA HERMIDA, A., “Artículo 14”, *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Tomo I, dir. Sánchez Calero, Madrid, 1993, pp. 376 y ss.

(13) EASTERBROOK/FISCHEL, *Proper role of Target's Management in responding to a tender offer*, 94 Harvard Law Review, 1981, pp. 1173-1174.

(14) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control...*, pp. 184 y ss.

(15) La única excepción a la regla prevista en el Ordenamiento era la contemplada en el artículo 20 del RD en el que se establecería la obligación de los administradores de expresar en el Informe su propio criterio en relación con la OPA.

legislaciones —en consonancia con lo establecido en el ámbito comunitario—<sup>(16)</sup> an optado por atemperar el deber de neutralidad o pasividad<sup>(17)</sup> de los administradores durante el desarrollo de la oferta por la vía de posibilitar la adopción de medidas defensivas a través del correspondiente acuerdo de la Junta General, que en unos casos requerirá unas mayorías reforzadas (voto favorable del 75% según el parágrafo 33.2 WpÜG<sup>(18)</sup> de 22 de diciembre de 2001 o del 30% de acuerdo con lo establecido en el artículo 104 del *Testo Unico* sobre Intermediación financiera —en adelante TUF—<sup>(19)</sup>) y en otros bastará una mayoría ordinaria (*rule 21* del *General Principle 7* del *City code* o artículo

---

(16) Por lo que se refiere al ámbito comunitario, la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, después de un largo proceso —con varios fracasos de por medio— ha establecido una simple regulación de mínimos comunes (sobre el proceso: REGALDO, *Le technique difensive nelle OPA ostili*, Torino, 2004, pp. 171-207). Reglas que, desde nuestro punto de vista, no han permitido alcanzar uno de los objetivos destacados por el grupo de expertos en el *Informe del grupo de expertos de alto nivel sobre ofertas públicas de adquisición* de 10 de enero de 2002: la necesidad de armonización de las reglas, el *level playing field* u objetivo de igualdad de oportunidades para la realización de ofertas públicas en el seno de la Unión. Pues bien, la Directiva ha incorporado —tal y como recomendaba el Informe de expertos de alto nivel, Recomendación I-2— la *passivity rule* en el artículo 9 (apartados 1 a 4) explicada en el Considerando 15 (“para evitar toda operación que pueda frustrar la oferta, es preciso limitar los poderes del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada de emprender operaciones de carácter excepcional, sin que ello constituya un obstáculo indebido para que la sociedad afectada desarrolle su línea habitual de actividades”). Fruto del mencionado artículo 9, los administradores de la sociedad afectada no podrán emprender actuación alguna que pueda frustrar el éxito de la oferta. La solución adoptada no es sino resultado de la realidad: los conflictos de interés que suelen plantearse entre los accionistas de la sociedad afectada y los administradores de ésta, considerando que deben prevalecer los primeros. Por este motivo se admiten dos excepciones: la autorización previa por la Junta general de accionistas y la búsqueda de alternativas por los administradores.

La disciplina comunitaria se completa en relación con esta materia con la adopción del principio de neutralización o *breakthrough rule* (artículo 11); la regla implica la no aplicabilidad de diversas categorías de medidas defensivas frente a una oferta hecha pública. No obstante, la fórmula adoptada por el legislador comunitario resulta farragosa y un tanto rocambolésca. En efecto, “se permite a los Estados miembros no transponer a su ordenamiento interno la regla de la pasividad si bien, en tal caso, deberán permitir a sus sociedades cotizadas nacionales acoger voluntariamente la regla de pasividad (*opt-in*) (...), si se lanzara una opa sobre una sociedad cotizada que hubiera acogido voluntariamente la regla de pasividad y el oferente fuera una sociedad que no hubiera acogido la regla de la pasividad (...), los Estados miembros podrán permitir que la sociedad afectada no esté vinculada por la mencionada regla de la pasividad (*opt-out*)” (artículo 12).

Sobre la Directiva comunitaria: SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...*

(17) Ningún Estado Miembro ha optado por imponer el deber de pasividad de los administradores allí donde antes de la transposición no se aplicaba, excepto en Malta. En aquellos Estados miembros en los que la aprobación por la Junta de las medidas defensivas postoferta no era obligatoria antes de la transposición (Dinamarca, Alemania, Luxemburgo) han optado por no aplicar la regla dando entrada al principio de reciprocidad. Entre aquellos países que todavía no han implementado totalmente la Directiva (Bélgica, Polonia y Países Bajos) han comunicado que su intención es seguir la misma línea (*vid. Report of the implementation...*).

(18) Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz de 20 de diciembre de 2001, zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen Gesetz —en adelante WpÜG—.

(19) Al respecto *vid.* BERTI/SARGENTI, “Il ruolo degli amministratori della società target nella giurisprudenza del Delaware. Spunti di diritto italiano”, *Rev. Le società* 3/2007, pp. 368 y ss.

L225-98 del Código de Comercio francés —modificado por la Ley 2005-842 de 26 de julio de 2005, artículo 6— en relación con los artículos L433-2 y L233-32 modificados por la Ley 2006-387 de 31 de mayo de 2006 (artículo 22)<sup>(20)</sup>.

Con respecto a los Ordenamientos en los que basta una mayoría ordinaria, el Ordenamiento francés establece en el artículo L433-2 que durante el período de la oferta, todas las medidas o decisiones susceptibles de frustrar el éxito de la oferta, así como las restricciones a la transmisión de acciones y del derecho de voto se rigen por lo establecido en los artículos L332-32 a L332-40 si bien esta última referencia ha de entenderse sustituida por los artículos L225-96 y ss. En este último se prevé que la asamblea general ordinaria adopta los acuerdos por mayoría.

En el derecho británico<sup>(21)</sup>, la *Rule 21.1* establece que: *During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting...* La referida regla ha de conectarse con el *General Principle 3* en virtud del cual: *The board of an offeree company must act in the interest of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid.* En definitiva, la normativa británica prohíbe cualquier medida adoptada por los administradores sin autorización de la Junta general de accionistas que pueda frustrar una OPA de buena fe o que elimine la oportunidad de los accionistas de pronunciarse sobre la misma. Para mayor claridad, en la regla 21 se enumeran algunas operaciones que han de entenderse comprendidas en la prohibición. Así, se prohíbe —entre otras medidas— a la sociedad *target* —en ausencia de acuerdo de los accionistas— la creación de valores que conlleven un derecho de conversión en acciones<sup>(22)</sup>.

(20) El artículo L225-98 prescribe que: *Elle ne délibère valablement sur première convocation que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote. Dans les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne, les statuts peuvent prévoir un quorum plus élevé. Sur deuxième convocation, aucun quorum n'est requis. Elle statue à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.* El artículo L433-2 señala: *En période d'offre publique, les mesures dont la mise en oeuvre est susceptible de faire échouer l'offre et les restrictions au transfert d'actions et au droit de vote sont régies par les articles L. 233-32 à L. 233-40 du code de commerce.* En relación con la Ley de ofertas públicas de adquisición francesa, *vid.*: MUÑOZ PÉREZ, “Aprobación por el legislador francés de la Ley núm. 2006-387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RdS* núm. 26, 2006-1, pp. 655 y ss.; y en “Ley francesa núm. 2006-387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RdS* núm. 27, 2006-2, pp. 567 y ss.

(21) El pasado 6 de abril de 2007 entró en vigor la sección 28 de la *Companies Act* de 2006, reguladora de las ofertas públicas de adquisición. Sobre las principales modificaciones, *vid.* PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, “La transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 2 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición a la legislación británica”, *RDBB* 106, mayo-junio 2007, pp. 214-223.

(22) En el caso *Hogg v. Cramphoen* —1967, Ch. 254— la Corte sostuvo que los accionistas debía aprobar las nuevas asignaciones de acciones emitidas con el fin de bloquear o impedir el éxito de una OPA no deseada.

Por lo que se refiere a los Ordenamientos en los que es precisa una mayoría reforzada para la adopción de medidas defensivas, el artículo 104.1 TUF establece que: “*Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane le cui azioni oggetto dell’offerta sono quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea si astengono del compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta. Le assemblee deliberano, anche in seconda o in terza convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il trenta per cento del capitale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti*”. Por tanto, no rige una prohibición absoluta sino la obligación de adoptar o aprobar en su caso dichas medidas por parte de la Junta. Con respecto a la exigencia de un quórum o mayoría del 30%, la doctrina sostiene que cualquier juicio sobre ella no puede realizarse prescindiendo de las características estructurales del mercado financiero italiano. La doctrina a este respecto ha señalado que: “*laddove la quota di controllo sia inferiore al 30%, la regola tutela gli interessi dei minoritari, operando in funzione di diritto di blocco della minoranza, che può impedire il ricorso agli strumenti difensivi. Laddove invece la quota di controllo sia superiore al 30%, è evidente che l’approvazione assembleare opera a tutela dell’incumbent shareholder. E poiché in Italia la quota media di controllo è, di regola, superiore al 30%, la norma si rivela, in definitiva, come strumento forte di prevenzione rispetto all’OPA ostile e quindi, in definitiva, di ostacolo al recambio del potere societario*” (23). En realidad, a juicio de algunos autores, las modificaciones introducidas en el TUF no han convertido el mercado italiano en un mercado de capital más eficiente sino al contrario (24).

Respecto al vigente Derecho alemán, es preciso destacar que su reciente evolución le ha llevado —tal y como tendremos ocasión de comprobar— a un acercamiento a las posiciones del derecho norteamericano. El párrafo 33 de la WpÜG (25) contiene una regulación dirigida a impedir la injerencia de los administradores. Son los accionistas quienes deben decidir sobre la operación mientras que los gestores no son sino meros ejecutores o agentes de los accionistas. Hasta aquí parecería que la norma alemana sostiene el principio de neutralidad siguiendo un esquema similar al establecido en el modelo anglosajón. Sin embargo, las excepciones que contiene el párrafo

---

(23) MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance —Studi in tema di società per azioni—*, Cedam, Padova, 1999, p. 234.

(24) REGALDO, *Le technique difensive...*, p. 122.

(25) “Desde la publicación de la decisión de presentación de una oferta y hasta la publicación del resultado... el órgano de dirección de la sociedad afectada no tiene permitido efectuar actuaciones, por las que pudiese verse impedido el éxito de la oferta...”.

33 en los apartados 1 y 2<sup>(26)</sup> nos llevan a sostener una postura diferente. En efecto, la ley alemana permite, en primer lugar, que las operaciones que hubiera realizado un administrador, no interesado en la OPA, se sustraigan de la regla de pasividad, lo que incluye la continuación del desarrollo de la estrategia de la empresa ya iniciada; asimismo, el modelo alemán reconoce la posibilidad de buscar otros oferentes (*white Knight*); finalmente, y lo que es más importante, se prevé la posibilidad de que el *Aufsichtsrat* autorice ciertas medidas defensivas sin la previa autorización de la Junta excepto aquellas que impliquen una modificación estatutaria ya que este tipo de acuerdos entran en el ámbito competencial de la Junta. En definitiva, se prevé la posibilidad de autorizar mecanismos defensivos junto a las medidas tradicionales de búsqueda de oferentes competidores y autorización de la Junta general, sin entender que en tales casos se ponga en entredicho el principio de neutralidad. Como quiera que en el § 27 WpÜG se determina que el Consejo de Administración junto con el de vigilancia de la sociedad afectada por la OPA han de realizar conjuntamente un informe razonable sobre ésta parece que el principio de neutralidad se ve gravemente afectado. Es por ello por lo que el referido parágrafo ha sido objeto de una viva polémica<sup>(27)</sup> sobre todo si tenemos en cuenta cuál es la composición del consejo de vigilancia. En efecto, en las sociedades con más de dos mil trabajadores el consejo de vigilancia se integra la mitad por representantes de los trabajadores de lo que se deduce que es altamente probable que se autorice la adopción de medidas defensivas.

El Ordenamiento alemán es sin duda alguna el que más se acerca al sistema norteamericano. De este último Ordenamiento debe destacarse la ausencia de la regla del deber de neutralidad de los administradores lo que les permite adoptar cuantas medidas defensivas estimen oportunas dando entrada así a la *Business Judgement Rule*<sup>(28)</sup>. Sin embargo, es preciso advertir que la orientación básica del Derecho norte-

---

(26) “Cuando con anterioridad al plazo mencionado en el apartado 1 inciso 1, la Junta general autorice al órgano de dirección la ejecución de actos que puedan impedir el éxito de la opa voluntaria, dentro del ámbito de las competencias de la Junta general, deberá especificarse en la autorización el tipo de actos que ésta permite...”.

(27) KAINER, F., *Binnen marktrechtliche Grenzen des Übernahmerechts*, ZHR 168 (2004), pp. 550 y ss.

(28) La *Business Judgement Rule*, tempranamente desarrollada por la jurisprudencia norteamericana, supone un límite a la actuación de los Tribunales protegiendo la discrecionalidad técnica de los administradores; es decir, se garantiza que las decisiones empresariales no serán revisadas por los jueces desde el punto de vista de su corrección o adecuación al estándar de diligencia de un ordenado empresario. Se trata de “asegurar un espacio de inmunidad” (PAZ-ARES, “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *RdS* 2003-1, núm. 20, pp. 67 y ss., especialmente, p. 87). Las razones que subyacen detrás de “excepción” son las siguientes: (i) no existe ni debe existir tampoco una *lex artis* consolidada que pueda servir o establezca criterios para poder juzgar las decisiones empresariales; (ii) los jueces carecen de la formación necesaria para enjuiciar las decisiones empre-

americano viene marcada por una serie de decisiones de la Corte Suprema de Delaware que es conveniente resumir con el fin de entender cuál es el criterio dominante en este momento en la literatura norteamericana<sup>(29)</sup>. Hasta 1985, los administradores de las compañías hicieron un uso indiscriminado de las *poison pill*; dicho uso en modo alguno fue cuestionado por los Tribunales. En esta primera etapa, los Tribunales adoptaron una postura muy favorable hacia la *Business Judgement Rule* en el contexto de las OPAs. Pues bien, en 1985 en el caso *Moran v. Household International, Inc.* [500 A.2d 1346 (Del 1985)], se revisó en profundidad la utilización que de las *poison pill* estaban haciendo los administradores de la sociedad *target*. La Corte Suprema de Delaware entendió que aun cuando en ese caso la utilización de las medidas antiopa (*poison pill*), podría estar justificada, la decisión del management de no redimir esa medida anti-OPA sería revisable o apelable entre los Tribunales. En el curso de los años siguientes, la Delaware Chancery Court decidió limitar en varios casos el uso de las medidas anti-OPA incluidas la *poison pill*<sup>(30)</sup>. El cambio radical se produjo con la

---

sariales; (ii) los jueces carecen de la formación necesaria para enjuiciar las decisiones empresariales y tampoco parece que deba ser ese su cometido; (iii) existe un riesgo asociado de proliferación de demandas de responsabilidad cuando se produzcan malos resultados atribuyendo éstos a decisiones negligentes. Obviamente, el reconocimiento de una cierta inmunidad no significa una impunidad total sino que se limita a determinados actos (los “supuestos de deficiencia de juicio”) siempre y cuando se cumplan unas determinadas condiciones: que los administradores hubieran obtenido previamente una información razonable, crean que la decisión se adopta en el mayor beneficio de la sociedad y conforme a los procedimientos formalmente establecidos y que no tuvieran ningún interés particular sobre la operación (son principios recogidos en los *Principles of Corporate Governance* editados por el *American Law Institute*, si bien elementos esenciales del referido concepto han sido recogidos en la *Model Business Corporations Act* del año 1998, existe una fuerte resistencia a codificar la regla como tal para no restringirla demasiado, para que continúe siendo un principio flexible) GUERRA MARTÍN, *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*, Aranzadi, 2003, pp. 437 y ss.; LLEBOT MAJÓ, *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima*, Madrid, 1996, pp. 73-84; en la doctrina extranjera: FLEISCHER, “La ‘Business Judgment Rule’ a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho”, *RDM*, núm. 246, 2002, pp. 1727 y ss., especialmente pp. 134-1735; CLARK, *Corporate...*, pp. 123 y ss.; HAMILTON, *The law of Corporations*, West Group, 2003, pp. 447-448; EASTERBROOK/FISCHEL, *La estructura económica del Derecho de sociedades de capital*, ed. Española bajo la dirección de PAZ-ARES, Madrid, 2002; BERTI/SARGENTI, *Il ruolo degli...*, pp. 371 y ss.

(29) Sobre toda esta materia me remito a la ponencia presentada en el Seminario celebrado en Harvard los días 15, 16 y 17 de octubre 2007 y que será objeto de una publicación posterior.

(30) En los años posteriores a la decisión en el caso *Moran*, la Delaware Chancery Court limitó en distintas decisiones el uso indiscriminado de las medidas defensivas [casos *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.* (1985) y *Revlon vs. Mac Andrews and Forbes Holdings, Inc.* (1985)]. En *Unocal* la Corte Suprema de Delaware sostuvo que a los administradores de la sociedad *target* corresponde probar no sólo la buena fe y la información o investigación suficiente acerca del peligro o amenaza de la operación para la sociedad sino también que las medidas defensivas adoptadas eran proporcionadas, razonables con respecto al peligro que acechaba a la sociedad. El Tribunal Supremo de Delaware entendió que el empleo de medidas defensivas por parte de *Unocal* era una reacción justificada y razonable frente a la amenaza que constituía *Mesa Petroleum*. Los administradores estimaron que los términos de la oferta no valoraban adecuadamente la compañía y que, por tanto, la oferta era una amenaza para la sociedad y sus

decisión *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.* [571 A.2d 1140 (Del 1989)], en la que el Tribunal Supremo de Delaware rechazó abiertamente la postura hasta entonces defendida por la Delaware Chancery Court y se inclinó por poner fin al uso indiscriminado de las medidas defensivas exigiendo en todo caso la autorización de los accionistas. El impacto de la decisión en el caso *Time* fue enorme y la doctrina jurisprudencial fue confirmada por la Corte Suprema en las decisiones subsiguientes, especialmente, en el caso *Unitrin v. American General Corporation* [651 A.2d 1361 (Del. 1995)] en el que la sociedad *target Unitrin* pretendía la readquisición de sus propias acciones en un supuesto de OPA no coactiva<sup>(31)</sup>.

---

administradores lo que justificaba la adopción de medidas defensivas que constituyan una defensa proporcionada a tal amenaza. El Tribunal instaura en la Sentencia el *test de la proporcionalidad (Unocal test)*: para evaluar la legitimidad de la medida, debe comprobarse que la respuesta es proporcional a la amenaza (GILSON/KRAAKMAN, “Delaware’s intermediate Standard for defensive tactics: Is there substance to proportionality”, *Review Bus.L.*, núm. 44/89, pp. 247 y ss.).

En el caso *Revlon* el mismo Tribunal analizó la lucha por el control de *Revlon* entre el oferente hostil (*Mac Andrews & Forbes Holding, Inc.*) y el oferente preferido por los administradores (*Fortsmann Little*). Tras varias ofertas y contraofertas *Fortsmann* condicionó su oferta final a la concesión de una opción para adquirir las divisiones de *Revlon* si el otro oferente lograba más de 40% del capital de *Revlon*. El consejo de *Revlon* aprobó la propuesta por unanimidad, pero el Tribunal invalidó ese *lock-up*, estimando que los administradores de *Revlon* habían incumplido sus deberes de lealtad y diligencia dado que el objetivo de ese acuerdo no era fomentar la realización de otras ofertas sino impedir las. Aprovechando esa decisión, el Tribunal determinó que en un caso como ese, la actuación de los administradores debe ir dirigida y limitarse a buscar el mayor valor razonablemente disponible para el accionista en el corto plazo.

<sup>(31)</sup> Teniendo en cuenta los conflictos de interés que surgen en torno a una OPA entre los administradores de la sociedad *target* y los accionistas y considerando los Tribunales que ni los administradores actúan siempre de forma desinteresada ni independiente, éstos siguiendo la línea marcada por el Tribunal de Delaware, han matizado la regla de la *Business Judgment Rule*. En el caso *Chef v. Mathes* (1964), la Corte Suprema de Delaware explicó las diferencias entre las adquisiciones vía OPAs hostiles y las transacciones ordinarias sometidas a la *Business Judgment Rule*. La Corte sostuvo —en el referido caso— que las *shares buy-back* en condiciones preferentes no violan el deber fiduciario a menos que los administradores de la sociedad *target* actúen con el único y exclusivo propósito de conservar su puesto en el órgano de administración. Sin embargo, la Corte estimó que la carga de la prueba había de corresponder no al accionista que reclame sino a los propios administradores. Mientras al amparo de la tradicional *Business Judgment Rule* se presume que los administradores en la adopción de las decisiones estaban informados, actuaban de buena fe y honestamente creían que la decisión adoptada lo era en el mejor interés de la sociedad, bajo la *modified Business Judgment Rule* los administradores que desplieguen medidas defensivas frente a un inversor que haya adquirido las acciones de la sociedad debe demostrar que había motivos suficientes y razonables para considerar que esa adquisición implicaba un riesgo para la sociedad. Para ello basta que los administradores demuestren la bondad de su decisión (buena fe e información suficiente y razonable). Es decir, en Delaware, la *Business Judgment Rule*, es tanto una regla procedimental como sustantiva y procedimentalmente, implica una inversión de la carga de la prueba [*vid. Cinerama, Inc. Vs. Technicolor Inc.* 663 A. 2d 1156 (Del. 1995)].

La *Business Judgment Rule* ha sido positivizada en el ordenamiento alemán como consecuencia de la modificación de la Aktiengesetz por la UMAG —*Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*— de 22 de septiembre de 2005. El parágrafo 1.1 de la UMAG

Desde el punto de vista legislativo, en respuesta al *boom* de ofertas que se produjeron en los años 80 y como reacción a las decisiones jurisprudenciales, el *management* presionó a los legisladores y reguladores con el fin de que se promulgaran *State Takeover Statutes* que legitimaran el uso de tácticas defensivas, especialmente *poison pill*. De hecho, algunas de las legislaciones promulgadas por los diferentes estados se diseñaron o configuraron como adicionales técnicas defensivas lo que, sin duda, incrementa el coste de las operaciones en general y puede implicar una disminución de las ofertas y de los beneficios derivados del mercado de control societario<sup>(32)</sup>. Sin embargo, algunas de esas legislaciones han contribuido a reforzar los intereses de los accionistas<sup>(33)</sup> y potenciar la capacidad negociadora de los accionistas asegurándoles una ganancia superior<sup>(34)</sup>.

Las consideraciones realizadas dejan imprejuizada la posibilidad de aplicar la *passivity rule* que es el mejor barómetro para determinar en cada caso concreto la licitud o no de las medidas defensivas. En general, la doctrina norteamericana coincide al afirmar que los administradores deben actuar en todo caso en interés de la compañía. En definitiva, la conducta de los administradores frente a una toma de control no deseada se encuentra protegida por la *Business Judgement Rule* y confiere una presunción de validez a las decisiones adoptadas por el management<sup>(35)</sup>, con el límite de la “malfeasance”.

---

modifica el parágrafo 93 (1) AktG en el que tras enunciar el deber de diligencia a que están sujetos los administradores señala que “no existe incumplimiento en aquellos casos en los que, tratándose de una decisión empresarial, el miembro de la Dirección crea razonablemente que actuaba sobre la base de una información adecuada por el bien de la sociedad” (“*Eine Pflichtverletzung liegt nicht vor, wenn das Vorstandsmitglied bei einer unternehmerischen Entscheidung vernünftigerweise annehmen durfte, auf der Grundlage angemessener Information zum Wohle der Gesellschaft zu handeln*”).

(32) MACEY, “State anti-takeover Legislation and the national Economy”, 1988, *Wisc.L. Rev.*, 467.

(33) ROMANO, “A guide to takeovers: theory, Evidence and Regulation”, en Hopt/Wymeersch, *European takeovers: Law and Practice*, Butterworths, 1992, p. 499; reimpresión del artículo publicado en *Yale Journal on Regulation* vol. 9, 1992 pp. 119 y ss. Si bien esta postura no es unánime en la doctrina, en contra: WATSON/TESTAN, *Second Generation State Takeover Statutes and Shareholder Wealth*, 97 *Yale. L.J.* 1193, 1988.

(34) BEBCHUK, *A theory of choice between concentrated and dispersed ownership of Corporate shares and votes*, Harvad. L.S., Working Paper, 1999; y en *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvad. L.R. 1693 (1985).

(35) En una línea similar a la desarrollada por la jurisprudencia de Delaware se sitúa el modelo japonés que establece en su legislación sobre OPAs (de marzo de 2005) la posibilidad de adoptar medidas defensivas sin necesidad de acuerdo previo de los accionistas siempre que sean necesarias y acordes con el riesgo o amenaza existente para la sociedad *target*. Sin embargo, en el modelo japonés se requiere además que los accionistas dispongan de algún mecanismo para eliminar las *poison pill* como, por ejemplo, la elección anual de todos los administradores o una *sunset provision* (vid. V SEMINARIO HARVARD COMPLUTENSE “Comparative experiences on listed companies law”, lecture del profesor SUBRAMANIAN *Recent developments in Takeover Law & Practice*, 16 octubre 2007, pendiente de publicación).

En relación con las OPAs algunos autores han sostenido la aplicación de la *passivity rule* y la ilegalidad de las medidas defensivas por cuanto éstas pueden aumentar el coste de la operación para el oferente pudiendo impedir la realización de esa oferta y de cualquier otra posterior<sup>(36)</sup>. En esta última línea parecen situarse los expertos que han participado en la elaboración del *Interim Report of the committee on capital markets regulation (Section IV, Shareholder rights)* al recomendar un acercamiento hacia una postura favorable a la participación de los accionistas estimando que los administradores deberían solicitar la autorización de los accionistas para la adopción de una *poison pill*. Señalan que, en último término, si la decisión es unilateral de los administradores deberían buscar la autorización de los accionistas en los tres meses siguientes a la adopción de la medida y en ausencia de ratificación, la medida debería ser automáticamente redimida<sup>(37)</sup>.

B) La *passivity rule* tras la reforma de la Ley de Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio

El nuevo artículo 60 bis de la LMV, siguiendo la Directiva comunitaria, se redacta en términos más permisivos que el artículo 14 del RD de 1991 al que nos hemos referido con anterioridad. Asimismo, desde nuestro punto de vista, parece que la nueva regulación relativa a las obligaciones y deberes de los administradores clarifica la función que éstos desempeñan o deben desempeñar durante la oferta. La regla cumple la finalidad de facilitar el desarrollo de la oferta pero persigue también proteger a los accionistas minoritarios que no pueden quedar privados, como consecuencia de una medida defensiva adoptada por los administradores, de la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta (*shareholder decision making*)<sup>(38)</sup>.

Antes de abordar el contenido concreto de dichos deberes, es preciso señalar que el artículo 60 bis de la LMV establece una cláusula general prohibitiva de realizar cualquier actuación que pudiera poner en peligro o frustrar la OPA desde el momento

---

<sup>(36)</sup> ROMANO, *A guide...*, p. 499; COATES, *Takeover defenses in the shadow of a pill: a critich of the Scientific Evidence*, 79 Texas L.R. 271, 2000.

<sup>(37)</sup> La cuestión no está exenta de polémica en la doctrina norteamericana. Así LIPTON estima o defiende una postura favorable a la competencia de los administradores señalando su preocupación por las medidas que se han ido adoptando en los últimos años por las conocidas crisis (LIPTON, *Takeover bids in the target's Boardroom*, The Business Lawyer noviembre 1979, vol. 35, núm. 1, pp. 101 y ss., especialmente, pp. 113 y ss.; y en, *Twenty five years later takeover bids in the target's Boardroom: old Battles, New Attacks and the continuing war*, The Business Lawyer august 2005, vol. 60, núm. 4). Mientras, otros autores como BEBCHUK consideran que son los accionistas quienes deben decidir acerca de la adopción de medidas defensivas, "The case for Increasing Shareholder Power", *Harvard Law Review* 118, 2005, pp. 836-843.

<sup>(38)</sup> Sobre el fundamento normativo de la pasividad *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA", trabajo al que se ha tenido acceso por amabilidad de su autor y que se publicará próximamente en la *Revista del Mercado de Valores*.

en que se anuncie<sup>(39)</sup>. La prohibición se ve excepcionada por lo dispuesto en el propio artículo 60 bis de la LMV y en el artículo 28.3 del RD 1066/2007 que expresamente admiten por un lado, la búsqueda de ofertas competidoras (*white knights*) y, por otro, la adopción de medidas o realización de actividades susceptibles de impedir el éxito de la oferta previa autorización de la Junta general. Estas dos excepciones a la limitación general establecida tanto en el artículo 60 bis de la LMV como en el artículo 28.1 del RD 1066/2007 pueden casi considerarse como comportamientos debidos por parte de los administradores. En efecto, la búsqueda de un caballero blanco (*white knight*) puede considerarse como un deber de los administradores para que los accionistas logren la mejor oferta posible. Así, para la jurisprudencia de Delaware el órgano de administración —en un supuesto de cambio de control— debe —a tenor de lo establecido en el caso *Revlon*<sup>(40)</sup>— dirigirse a otros oferentes porque los administradores tienen el deber de obtener o buscar el máximo valor razonable posible.

Al margen de la búsqueda de ofertas alternativas, la única salvedad que admite la normativa aprobada —prevista también en el artículo 12.3 de la Directiva comunitaria— y a la que nos referiremos más adelante, es la referente al régimen de reciprocidad previsto en el artículo 60 bis de la LMV. Esta posibilidad constituye un elemento novedoso carente de tradición alguna en nuestro entorno y que exime a las sociedades de las reglas de pasividad y de neutralización si son objeto de una oferta por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones<sup>(41)</sup>. Ello no supone que el legisla-

---

<sup>(39)</sup> El criterio empleado es sin duda alguna el más objetivo y desde esa perspectiva debe ser valorado positivamente. No obstante, no se nos oculta que en algunos casos el modelo puede fallar. Así sucederá cuando el órgano de administración tenga información acerca de la inminencia del anuncio de una oferta, permitiéndoles la adopción de medidas defensivas. Tal fue el caso de *Société Générale de Belgique*, (HOPT/WYMEERSCH, pp. 120, 126, 234, 291-292). Ese tipo de riesgos se prevén en el Reino Unido donde el *City Code* impone restricciones en relación con las medidas defensivas “after the board has reasons to believe a *bona fide* offer is imminent” (FARRAR, “*Business Judgment Rule and Defensive tactics in Hostil takeover Bids*”, en John Farrar (ed.), *Takeovers. Institutional Investors and the modernization of corporate Law*, Oxford, 1993).

En el Ordenamiento español, la adopción de medidas en el momento anterior al anuncio formal de la oferta, podría dar lugar a la exigencia de responsabilidades a los administradores.

<sup>(40)</sup> *Revlon Inc vs. Mac Andrews & Forbes Holdings*, 506 a. 2d, 173, Delaware, 1985. (Vid. Nota 30). Así, una vez que la venta de la compañía es inevitable, la aplicación de medidas defensivas debe pararse, asumiendo los administradores otro rol cual es el de la maximización de valor para los accionistas. En la doctrina: CARY/EISENBERG, *Corporation. Cases and Materials*, Foundation Press, Westbury, New York, 1995, pp. 1242-1254, especialmente 1250; JENNINGS/MARSH/COFFEE, *Securities regulation. Cases and Materials*, Foundation Press, Westbury, New York, 1992, p. 712; ROMANO, *A guide...*, pp. 28-38.

<sup>(41)</sup> BECHT, M., *Reciprocity in Takeovers*, Working paper 14/2003, October 2003; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, “Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de ley aplicable”, *RdS* 2005-2, núm. 25, pp. 124-125 y en *Revista española de Derecho Europeo* 11 (2004), p. 355; SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...* Es preciso advertir que la aplicación de esta regla puede provocar efectos opuestos a los perseguidos por la Directiva. En efecto, el Considerando 19 señala como objetivo el fomento del mercado de control societario en Europa (para ello se previó la regla de pasividad —artículo 9— y neutralización —artículo 11—) y la regla de reciprocidad va precisamente en sentido contrario: dificulta la toma de posesión de compañías y puede perjudicar a los accionistas minoritarios desde el momento que reduce el número de oferentes potenciales y, por consiguiente, la posibilidad de obtener mayores primas.

dor haya optado por el modelo americano<sup>(42)</sup> en el que basta a los administradores decir simplemente no a una determinada oferta cuando la sociedad fuera objeto de una OPA. Más bien al contrario, acogerse a la regla de la reciprocidad debe llevar a los administradores —en consonancia con sus deberes fiduciarios— a recurrir a la Junta general para que sea ésta la que acuerde o convalide determinadas actuaciones si bien es cierto que en esos casos los administradores parecen gozar de un cierto margen de discrecionalidad permitiendo que, bajo determinadas circunstancias, puedan adoptar determinadas decisiones relevantes en el mejor interés de los accionistas sin obtener la previa aprobación de la Junta u obteniéndola *a posteriori*<sup>(43)</sup>. La citada regla suaviza pero no suprime el deber de pasividad de los administradores.

Junto a estas excepciones a la limitación, encontramos alguna actuación expresamente admitida susceptible también de ser considerada como un comportamiento debido por parte de los administradores. En efecto, los administradores deben elaborar y publicar un Informe detallado sobre la oferta (artículo 60 bis.3 de la LMV). Dicho Informe, tal y como precisa el artículo 24 del RD 1066/2007, debe ser motivado lo que implica que cualquiera que sea la postura que defienden los administradores ésta debe estar justificada, fundamentada; en definitiva, se impone una obligación de pronunciamiento del órgano de administración. De conformidad con cuanto establece la Directiva, el órgano de administración (o dirección en el caso de una estructura dual) —con evidente carga subjetiva— debe pronunciarse expresamente sobre las posibles repercusiones de la oferta sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, así como respecto de los planes estratégicos del oferente enumerados en el folleto de la oferta y sus posibles repercusiones, sobre el conjunto de los intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.

La exigencia de elaboración de un Informe por parte de los administradores de la sociedad afectada se justifica por la necesidad de que los potenciales aceptantes de la oferta puedan formarse un juicio fundado de la OPA. Algunos autores, en relación con el RD de 1991 justificaban esta exigencia, por un lado, en la necesidad de ofrecer una

---

(42) Es conveniente recordar que el grupo de expertos de alto nivel puso de manifiesto en el Informe Winter sobre OPAs de 10 de enero de 2002 que no era conveniente implantar en Europa un modelo similar al americano por diversos motivos. En primer lugar, por las diferencias existentes entre ambos mercados de capital que han llevado al mercado europeo a beneficiarse de la fuerte actividad en relación con las OPAs. Más aún, la aplicación desmedida de las medidas anti-OPA ha sido contestada por la literatura americana que estima, en un porcentaje elevado, que la última decisión ha de corresponder a los socios. Asimismo, en el mercado americano existe una mayor presión para los administradores de aumentar el valor de las acciones, el interés del accionista. Los administradores son juzgados por su “performance” en el mercado de capitales. Así, aunque teóricamente pueden decir no a un oferente potencial, son objeto de muchas presiones por parte de los administradores no ejecutivos, de los Bancos de inversión y de los inversores institucionales. Finalmente, es mucho más sencillo para los accionistas, interponer *derivative actions* contra los administradores. El ejercicio de acciones judiciales es un fenómeno frecuente en Estados Unidos y, en general, el sistema judicial americano está muy abierto y mejor preparado para los litigios en el contexto de las OPAs.

(43) Se trataría de una suerte de *business Judgement rule matizada*: KIRCHNER/PAINTER, “Towards a European Modified Business Judgement rule for Takeover Law”, *European Business Organizations Law Review*, <http://ssrn.com/abstract:247214>.

“información equilibrada”<sup>(44)</sup> y, por otro, en el principio de audiencia que informa en los procesos en los que existen intereses eventualmente contrapuestos (tal y como sucede en el caso de una OPA hostil). No obstante, tampoco debemos considerar el Informe como el gran paradigma en el contexto de las OPAs por cuanto que este elemento de información puede constituir, en determinados supuestos, un elemento de desinformación derivado de la situación de conflicto en que pueden encontrarse los administradores. Bien es sabido que como consecuencia de una OPA, los administradores pueden perder su puesto en el Consejo y por lo tanto, tendrán interés en que la OPA no salga adelante con el fin de mantenerse en él.

El Informe deberá contener las observaciones a favor o en contra de la OPA incluyendo las posiciones u opiniones de los administradores que se encuentren en minoría con el fin de que dicho Informe sea lo más objetivo posible. Asimismo, se establecen otras precauciones que buscan alcanzar esa pretendida objetividad o imparcialidad: la información acerca de los administradores que se encontrasen en conflicto de interés, los acuerdos que se hubieran celebrado entre el oferente y la sociedad afectada, acuerdos relativos al ejercicio de los derechos de voto.

Finalmente, el Informe debe manifestar la intención de aceptar la OPA por los administradores que sean titulares de valores afectados. Lo que se busca, a fin de cuentas, es una manifestación de intenciones de actuación subjetivas que pondrá de manifiesto la identificación de los intereses de los administradores con los de los accionistas.

Constituye, por tanto, un deber de los administradores expresar su punto de vista acerca de las consecuencias de la oferta para la sociedad, su actividad empresarial o negocial y sobre el atractivo de sus términos desde la perspectiva de los accionistas. En el caso de que los administradores consideraran la oferta no suficientemente atractiva para los accionistas estarán obligados no sólo a comunicárselo así a éstos sino que incluso deberían —conforme a su deber de diligencia— buscar ofertas alternativas.

Los artículos 60 bis de la LMV y 28 del RD 1066/2007 contemplan un deber de pasividad que tiene un marcado carácter genérico si bien recibe alguna concreción por el Real Decreto.

Por lo que se refiere al ámbito genérico, el deber de pasividad se extiende a cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta. Se trata de un concepto general, incluso podría afirmarse, de un concepto jurídico indeterminado, de un cajón de sastre, en el que pueden tener cabida una pluralidad o una variedad de supuestos pero que precisamente por esa pretendida generalidad, arroja sombras o introduce dudas acerca de determinados casos concretos. Es decir, produce una cierta inseguridad jurídica que puede afectar, sobre todo, a la sociedad *target*.

El párrafo 2 del artículo 60 bis de la LMV añade que respecto a las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta, será preciso recabar la autorización de la Junta en relación con toda decisión que no se inscriba en el curso normal de activida-

---

(44) TAPIA HERMIDA, A., “Artículo 20”, *Régimen jurídico...*, p. 464.

des de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta. Respecto de la expresión “curso normal” de actividades de la sociedad caben diversas interpretaciones. Podría defenderse una interpretación restrictiva conforme a la cual cualquier operación que exceda el objeto social debería ser sometida a la aprobación de la Junta. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, parece razonable entender que cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o las operaciones neutras —por tanto, cualquier operación de carácter extraordinario (ya sea por su cuantía o por las repercusiones que pudiera tener en la sociedad)— exige la intervención de la Junta.

Descendiendo a un plano más concreto, el artículo 28 del RD 1066/2007 especifica algunos supuestos, actuaciones o decisiones cuya adopción queda expresamente prohibida salvo autorización de la Junta<sup>(45)</sup>. Esta técnica empleada por el legislador es habitual en algunos países de nuestro entorno y consiste en establecer un listado de actos prohibidos; listado que, por otra parte, debe considerarse de carácter no exhaustivo y, por tanto, enunciativo. Son cuatro los supuestos recogidos en el artículo 28 del RD 1066/2007. El referido precepto prohíbe en primer lugar, “proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta” (o venta de los activos de mayor valor). Nos encontramos aquí con una vieja idea de que los bienes inmuebles tienen más valor que otros bienes como, por ejemplo, los derechos de propiedad industrial<sup>(46)</sup>, cuando ello no es así. En cualquier caso, desde nuestro punto de vista, y atendiendo al espíritu de la norma parece razonable entender que la enajenación, gravamen o arrendamiento de cualquier activo relevante ha de entenderse prohibida por cuanto puede poner en peligro o frustrar la operación. Debe tratarse en cualquier caso de actos que tengan una especial relevancia económica y que tengan una incidencia notable sobre la situación patrimonial de la sociedad.

Asimismo, el Real Decreto prohíbe que se repartan dividendos extraordinarios o remunerar a los accionistas de cualquier forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos. Bajo la aparente sencillez del precepto, el supuesto suscita algunas dudas. Por ejemplo, la referencia a “dividendos extraordinarios”: el carácter extraordinario, ¿debe predicarse respecto de la periodicidad con que se reparta o de la cuantía? Pensemos en una sociedad que ha logrado unos resultados extraordinarios en un determinado ejercicio y que desea primar o repartir dichos beneficios entre sus accionistas ¿debería entenderse prohibida la asignación de un dividendo de mayor cuantía del que es habitual? A la luz del precepto, la contestación sería, en principio, afirmativa; sin embargo, en nuestra opinión, la solución debe analizarse en cada caso

---

(45) Un análisis exhaustivo de estos supuestos puede encontrarse en GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *El deber de pasividad...*

(46) A modo de simple recordatorio, el artículo 272.d) de la LSA relativo a la enajenación de los bienes durante el período liquidatorio, exige que los inmuebles se vendan en pública subasta, precepto que —como ya tuve ocasión de comentar— ha sido ampliamente criticado por la doctrina (FERNÁNDEZ TORRES, I., *La Junta General en las sociedades de capital en liquidación*, Iustel, Madrid, 2006, pp. 565 y ss., y nota 1141).

en concreto. Asimismo, debemos plantearnos qué sucede con las primas de asistencia, ¿Deben entenderse prohibidas?

Los supuestos contemplados en las letras a) y b) se refieren a la prohibición de emisión de valores o la realización de operaciones —directa o indirectamente— sobre los valores a los que afecta la oferta o sobre otros, cuando pueda impedir el éxito de la oferta. Con respecto a lo que preveía el artículo 14 del RD de 1991 existe una diferencia importante consistente en la eliminación del elemento intencional —cual es el de perturbar el éxito de la oferta— entendiéndose así, que cualquier operación es susceptible *a priori* de frustrar una oferta y, por tanto, debe entenderse prohibida.

En cualquier caso, y en líneas generales, puede entenderse que las operaciones sobre los valores —cualesquiera que sean éstas (*LBO*, *MBO*, aumentos de capital, la adquisición de acciones propias incluyendo el *green-mail*,...)— constituyen una barrera de protección para la sociedad afectada ya sea porque diluyen el capital o porque ésta consigue u obtiene un mayor control defendiéndose así mejor frente a cualquier oferta. Quizás hubiera sido más conveniente que el legislador aclarase la solución respecto de otros supuestos más problemáticos como, por ejemplo, los *lock-ups*, el ejercicio de acciones legales, los *golden parachutes* o los *tin-parachutes*.

Los *lock-ups* son cláusulas muy habituales en el ámbito empresarial, normalmente introducidas en la fase de la negociación contractual por lo que el anuncio de una oferta no debería prohibir su puesta en práctica porque si los contratos se suscriben sobre la base de la confianza, la pérdida de ésta debe permitir la rescisión del contrato. El problema radica en aquellos supuestos en los que el referido contrato constituye un activo esencial para la sociedad (contrato de licencia de marca, por ejemplo). La existencia de una cláusula de cambio de control puede constituir un elemento perturbador de la oferta.

### C) Una breve aproximación a algunas medidas dudosas

Tal y como ya hemos tenido ocasión de comentar, el legislador ha limitado las posibilidades de actuación de los administradores una vez lanzada la OPA. La regulación del papel correspondiente a este órgano societario se integra por una serie de prohibiciones junto con algunas habilitaciones especiales como, por ejemplo, la búsqueda de un caballero blanco. Ahora bien, a pesar de que existe una prohibición general de adoptar decisiones que puedan frustrar la OPA, existen algunas actuaciones respecto de las cuales no está claro si caben, si pueden entenderse una actuación debida o si, por el contrario, han de considerarse sumidas en esa prohibición general.

Un arma de importancia vital en la batalla de una OPA —Endesa constituye un buen ejemplo— es la propaganda. Es un mecanismo muy utilizado en Estados Unidos y en el Reino Unido. En España hemos asistido a una campaña publicitaria sin precedentes, con un ingente despliegue de medios y de recursos. A esa campaña publicitaria se unió una importante campaña de marketing gracias a la cual se ofrecía importantes descuentos o reducciones en las facturas de gas y electricidad si se contrataba con la referida compañía. Asimismo, podríamos preguntarnos acerca de la idoneidad de las declaraciones públicas realizadas por los administradores en contra de la OPA. Las

simples declaraciones en sí mismas consideradas no son susceptibles de frustrar el éxito de la OPA y de hecho, en la práctica española, es frecuente que los miembros de un Consejo de Administración realicen declaraciones o valoraciones preliminares sobre una determinada oferta. Estas declaraciones deben entenderse válidas por cuanto no limitan la capacidad final de decisión de los accionistas en relación con la oferta si bien —como es obvio— deberán realizarse conforme a los deberes de diligencia y lealtad a que están sujetos en su actuación en el sentido de que las manifestaciones realizadas han de ajustarse a la verdad.

No es ésta la única técnica defensiva susceptible de ser puesta en marcha por los administradores. La práctica contractual revela la frecuencia con que las sociedades establecen en su clausulado la posibilidad de resolver un contrato ante un cambio de control en la sociedad (cláusulas de control). Asimismo, en la práctica norteamericana es frecuente encontrar *lock-ups* que consisten en opciones de adquisición que tienen por objeto determinadas ramas de actividad o participaciones en sociedades controladas de interés estratégico, que se conceden gratuitamente a acreedores “amigos” de la sociedad *target*. En presencia de cláusulas de control o de *lock-ups*, la sociedad oferente tras concluir con éxito la oferta se arriesga a no poder disponer de una determinada rama de actividad, de no tener determinadas participaciones importantes en virtud de la opción ejercitada por el tercero.

Pero la libertad contractual permite otros pactos susceptibles de frustrar la OPA lanzada. Otra técnica —ciertamente agresiva— es la *scorched earth* consistente en la negociación con los terceros acreedores de cláusulas que contemplan el reembolso inmediato de los préstamos en caso de lanzamiento de una OPA (*accelerated loans*); o, en una modalidad más suave, mediante la recapitalización de la sociedad.

Finalmente, una técnica más difusa pero ciertamente eficaz la constituye el ejercicio de acciones legales contra la sociedad oferente. Esta medida es tanto más eficaz cuanto más arriesgada sea la puesta en marcha y más reducidos los márgenes de maniobra. De hecho, la sola posibilidad de poder bloquear —temporalmente al menos— la operación, puede ser suficiente para que el oferente se retire o se frustre la operación.

Obviamente, la posibilidad de utilizar el recurso a los Tribunales como medida defensiva y su eficacia varían en cada sistema jurídico dependiendo también de las facultades que estos sistemas permitan a los administradores (demandantes o demandados). La postura adoptada en los distintos sistemas jurídicos analizados en materia de OPAs varía sustancialmente. Los ejemplos de Estados Unidos y de Gran Bretaña resultan especialmente significativos además por su distinta experiencia. En el sistema norteamericano<sup>(47)</sup>, la cuestión de la compatibilidad de las *poison pill* con la *business*

---

<sup>(47)</sup> Para una clara exposición, *vid.*: GARCÍA DE ENTERRÍA, J, *Mercado de control.*, pp. 162-165.

*judgement rule* se revela como una cuestión ciertamente delicada y polémica<sup>(48)</sup>. Las normas más frecuentemente invocadas por la sociedad *target* han sido las del derecho de la competencia alegando que la concentración que se produciría de concluir de manera exitosa la oferta podría tener efectos anticompetitivos. Si bien, dicha estrategia ha puesto de manifiesto la posible falta de legitimación activa de la sociedad *target* ya que ésta, lejos de verse perjudicada por la operación, resultaba ser la favorecida al reducirse la competencia. Desde esta perspectiva, resulta más fácil invocar incumplimientos o lagunas en el prospecto presentado por el oferente teniendo en cuenta los numerosos, complejos y minuciosos reglamentos que se ocupan de esta materia. Se debe además señalar la posibilidad de que la sociedad *target* adquiera acciones del oferente, con el fin de actuar en vía derivativa contra los administradores (técnica del *stalking horse*).

Las divergencias de este sistema con el anglosajón son notables. Hasta ahora, en Gran Bretaña los litigios han sido escasos. El “poder moral” (*moral suasion*) del *Panel on Takeovers and Mergers*, ha llevado a la exigencia de que el ejercicio de acciones judiciales sea autorizado o ratificado por la Junta general lo que en la práctica ha conducido a una casi total ausencia de acciones judiciales en relación con las operaciones realizadas según el *City Code* británico. El carácter puramente privado de las normas reguladoras de las OPAs, cuya fuerza y validez descansa en el hecho de su libre adopción por los propios operadores del Mercado, su posible violación por uno de los participantes no da lugar a ningún derecho de acción susceptible de invocarse ante los órganos judiciales. Por otra parte, la aplicación ágil y flexible del *Code* por parte del *Panel* y su reconocida autoridad explica el limitado recurso a las acciones judiciales si bien es posible que tras la aprobación de la Directiva de OPAs y la consiguiente transposición la situación cambie.

En España, tanto bajo la vigencia del RD de 1991 (artículo 14) como del RD 1066/2007 (artículos 28) se consagra el deber de pasividad de los administradores al amparo de lo dispuesto expresamente en el artículo 60 bis de la LMV. Con estas normas parecen quedar desterradas de nuestro Ordenamiento numerosas operaciones defensivas. Sin embargo, el carácter de generalidad de la prohibición y la ausencia de una regla expresa sobre este aspecto concreto, arroja algunas dudas acerca de su verdadero alcance y la determinación concreta de las operaciones que se ven directamente afectadas. En efecto, aunque el ejercicio o los recursos o acciones judiciales buscan normalmente frustrar u obstruir la OPA es lo cierto que sólo los administradores pueden valorar y deben velar por la corrección formal y material de la oferta. Más aún, no parece que quepa afirmar con rotundidad que el ejercicio de cualquier acción o la

---

<sup>(48)</sup> La *business judgement rule* es objeto de numerosas matizaciones y excepciones que tienden a mitigar la presunción de validez de lo actuado para dar entrada a criterios más estrictos en los que se exige una prueba de la corrección de lo actuado (o una justificación) (*vid.* GARRIDO GARCÍA, “Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”, *RDBB*, 1991, pp. 355 y ss.).

interposición de un recurso por parte de los administradores de la sociedad *target* debe entenderse expresamente prohibido sino que es preciso atender a la finalidad perseguida con la operación por los administradores. Desde esta perspectiva deben combinarse dos elementos: por un lado, los accionistas no deben ver alterados por actos de los administradores las condiciones y términos en que pueden ejercitar su derecho en relación con la OPA y, por otro, que deben prevalecer en todo momento los intereses de los accionistas lo que significa que los administradores deben desempeñar su cargo con la diligencia de un representante leal tal y como establece el artículo 127 de la LSA.

Por tanto, el criterio final de valoración de la conducta de los administradores de la sociedad *target* debe ser que la puesta en marcha de esas acciones o recursos judiciales no se haga en el propio beneficio de los administradores buscando perturbar el proceso decisorio de los accionistas sino en interés de la sociedad. De esta manera, han de entenderse sancionables las conductas que aun perteneciendo a la actividad ordinaria de la sociedad, tengan por objeto principal frustrar o perturbar el desarrollo de la oferta y no el de perseguir el interés social o beneficiar a los accionistas<sup>(49)</sup>. Es evidente que *a priori* resulta muy difícil establecer cuándo el principal objeto de la acción entablada es frustrar o perturbar el desarrollo de la OPA y cuándo no, pero lo cierto es que el deber de diligencia y de actuación como un representante leal ha de obligarles actuar cuando consideren que puede derivarse algún perjuicio para la sociedad o los accionistas so pena de que éstos puedan emprender una acción de responsabilidad posteriormente contra ellos por permanecer impasibles frente a conductas irregulares del oferente. Cualquier otra decisión que tenga por finalidad exclusiva la de perturbar el desarrollo de la oferta ha de someterse a la autorización de los accionistas. Exigencias de celeridad, conocimiento, deber de diligencia y protección de los intereses de los accionistas exigen que los administradores, en casos extremos, puedan y deban actuar.

### III. EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL EN RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DEFENSIVAS

#### 1. El carácter permisivo del artículo 60 bis de la LMV

La finalidad perseguida por la Unión Europea a través de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición era la de facilitar la realización de ofertas públicas en el seno de la Unión con el fin de promover la integración de los mercados europeos de capital.

---

<sup>(49)</sup> El paradigma de cuanto se ha señalado aquí tiene su mejor reflejo en la OPA de Endesa, donde la acción cotizaba a 18 euros en el momento en que Gas Natural lanzó su oferta habiéndose finalmente pagado a los accionistas algo más de 40 euros por acción.

Para ello era preciso remover los principales obstáculos permitidos por las legislaciones de los distintos Estados miembros. Dos elementos se consideraron fundamentales para ello: el principio de neutralidad o deber de pasividad y la regla de *break-through*. Ambas reglas restringen el uso o la posibilidad de poner en marcha dos tipos de mecanismos defensivos diferentes por parte de las sociedades (las medidas defensivas) ya sea con vistas a evitar un cambio de control de la compañía o a hacer más difícil o costosa la OPA. En definitiva, persiguen hacer inmune a la sociedad frente a un oferente hostil. Las dos categorías de mecanismos defensivos son las siguientes: por un lado, las medidas post-OPA que se ponen en marcha una vez la sociedad ha sido objeto de una OPA (*shares buy-back* o recompra de acciones destinadas tanto a reducir el número de acciones en el mercado haciendo más costosa la oferta como a impedir al oferente la adquisición del control); por otro lado, las medidas previas a la OPA que pueden consistir tanto en el establecimiento de barreras para la adquisición de acciones (restricciones a la transmisibilidad establecidas en los estatutos) como en obstáculos destinados a impedir el ejercicio del control en la Junta general (restricciones al derecho de voto, acciones de voto plural).

Ambas categorías de medidas defensivas en el planteamiento comunitario debían ser restringidas. Desde esta perspectiva, la regla o deber de pasividad o neutralidad a la que ya nos hemos referido se conecta con las medidas defensivas post-OPA al establecer que durante el período de la oferta, los administradores han de permanecer neutrales debiendo solicitar la autorización previa de la Junta para adoptar cualquier medida susceptible de frustrar la OPA (artículo 9 de la Directiva). La regla no viene sino a limitar el poder de los administradores impidiéndoles poner en marcha obstáculos a la oferta en detrimento de los intereses de los accionistas. En definitiva, protege a los accionistas frente a comportamientos oportunistas de los administradores asegurando que sean aquéllos —en cuanto propietarios— quienes decidan sobre el futuro de la compañía.

La neutralización de medidas defensivas busca incentivar el mercado de control societario, haciendo ineficaces medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad. Es decir, la neutralización se conecta con las medidas defensivas previas a la OPA.

En definitiva, el planteamiento que subyace en la Directiva es que la decisión última en el caso de una OPA ha de corresponder a los accionistas que son quienes deben poder decidir si aceptan la oferta y a qué precio.

En consonancia con este planteamiento, el legislador español recoge en el artículo 60 bis de la LMV el principio de decisión por los accionistas sobre la oferta: asegura que sean éstos quienes decidan no sólo acerca de la oferta sino también que sean ellos quienes decidan acerca de la adopción o no de medidas defensivas. En definitiva, la regla de pasividad afecta en exclusiva al órgano de administración y dirección (así como a cualquier órgano delegado o apoderado y sus respectivos miembros de acuerdo con lo establecido en el artículo 28.1 del RD) pero en ningún caso a la Junta. Es ésta una manera adecuada —lo adelantamos ya— de controlar la adopción de medidas

defensivas<sup>(50)</sup> y ello a pesar de los inconvenientes que esta solución puede generar y a los que, en todo caso, haremos referencia más adelante. La obligación de someter dicha decisión a la autorización previa de la Junta se extiende a las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta pero no implementadas total o parcialmente.

Bajo la aparente sencillez de este planteamiento se esconden algunos problemas derivados también de la amplitud con que se desarrolla el referido precepto en el RD 1066/2007. El artículo 60 bis de la LMV se configura —tal y como hemos tenido ocasión de comentar con anterioridad— en unos términos mucho más permisivos que el RD de 1991, siguiendo a la Directiva Comunitaria. El precepto altera el ámbito de facultades de los dos órganos societarios, trasladando el poder de decisión de los administradores a los accionistas<sup>(51)</sup> siendo su finalidad la de proteger a estos últimos. De esta manera, los accionistas que están llamados a pronunciarse sobre la OPA son los únicos legitimados para adoptar cualquier medida que pueda afectar, condicionar el desarrollo de la oferta. Esta subversión del modelo ordinario de distribución de poderes pone en manos de la Junta la adopción de decisiones que, en condiciones normales, estarían sometidas a la decisión discrecional de los administradores. Sin embargo, es preciso advertir que esta subversión del modelo de distribución competencial es sólo parcial en tanto en cuanto algunas medidas defensivas entran dentro del ámbito de facultades de la Junta (así, cualquier modificación que afecte a la estructura económica y jurídica de la sociedad, un reparto de dividendos...)<sup>(52)</sup>.

La cuestión radica en analizar no sólo cómo se ha traspuesto la Directiva sino también requiere que se reflexione si la normativa nacional respeta el espíritu y la finalidad de la Directiva y si, la regulación establecida va a ayudar a conseguir los objetivos perseguidos por la Directiva: *level playing field*. Todo ello contemplado desde la perspectiva del papel o de la función que le corresponde desempeñar a la Junta.

---

<sup>(50)</sup> Así lo adelantó hace tiempo PAZ-ARES, *Dividendos a cambio de votos?*, Madrid, 1996, pp. 123-162. No obstante, no falta quien ha cuestionado la habilitación de la Junta general para adoptar medidas defensivas: SÁNCHEZ ANDRÉS, “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y medidas defensivas”, *Rev. Jurídica UAM* 8, 2003, pp. 356 y ss.; KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct”, en AA.VV., *Capital Markets and Company Law*, dir. Hopt/Wymeersch, Oxford, 2003, p. 345.

<sup>(51)</sup> HOPT, “European Takeover regulation: barriers to and problems of harmonising Takeover Law in the European Community”, en HOPT/WYMEERSCH, *European Takeovers Law and Practice*, London, 1992, p. 185.

<sup>(52)</sup> Como bien advierte GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *El deber de pasividad...*, es indudable que los administradores deben recabar la autorización previa de la Junta pero es lo cierto que tampoco parece existir ningún impedimento para que los administradores concierten operaciones que puedan frustrar el éxito de la OPA siempre y cuando su eficacia quede condicionada a la autorización de la Junta. De hecho, existen muchas operaciones societarias que requieren una negociación previa de los administradores: fusión, la venta de una rama de actividad etc.

## 2. El criterio delimitador de las actuaciones durante la oferta: las actuaciones anteriores y las decisiones posteriores al anuncio

El legislador utiliza en el artículo 60 bis de la LMV un distinto criterio para delimitar las actuaciones que han de contar con la aprobación de la Junta dependiendo de que se pretendan adoptar una vez formulada la OPA o hubieran sido adoptadas, aunque no implementadas —total o parcialmente— antes del anuncio de la oferta.

Antes de abordar el contenido concreto de ese doble criterio delimitador, debe destacarse y criticarse la redacción de cada uno de esos supuestos. En efecto, siguiendo la línea marcada por la Directiva en el artículo 9, en el párrafo primero del apartado 1 del artículo 60 bis de la LMV se exige recabar la autorización de la Junta antes “de emprender cualquier actuación que puede impedir el éxito de la oferta”, mientras que en el párrafo segundo del mismo apartado, se hace referencia a “toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación puede frustrar el éxito de la oferta” (en idénticos términos se recoge en el artículo 28.1 y 2 del RD 1066/2007). Ambas expresiones se toman directamente de la Directiva y aunque deben ser interpretadas en idéntico sentido, lo cierto es que sería más lógico unificar el criterio estableciendo la necesidad de autorización normal de actividades de la sociedad “para todas aquellas decisiones susceptibles de impedir el éxito de la oferta”. Algunos autores han considerado que era más acorde optar por la segunda expresión, es decir, por aquella que hace alusión a las decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta<sup>(53)</sup>. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, la referencia a las decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades puede suscitar muchas dudas. Pensemos, a modo de ejemplo, en el supuesto de aumento de capital autorizado al amparo del artículo 153 LSA. Podría calificarse como una decisión adoptada en el curso normal de actividades y, sin embargo, claramente puede perjudicar el resultado de la oferta lanzada. Si se quiere establecer una fórmula de alcance general, lo razonable es establecer la limitación en la actuación de los administradores en todos aquellos supuestos en que pueda frustrarse o perjudicar el resultado de la OPA sobre todo cuando luego, vía reglamentaria, se establecen a modo ejemplificativo o indicativo algunos de los supuestos o decisiones que han de entenderse excluidas del ámbito de decisión de los administradores.

Por lo que se refiere a los criterios delimitadores de las actuaciones durante la oferta, es preciso hacer algunas observaciones.

El párrafo segundo del artículo 60 bis de la LMV (y en el mismo sentido el artículo 28.2 del RD 1066/2007) se ocupa de las decisiones adoptadas antes del anuncio de la oferta y aún no aplicadas total o parcialmente que deberán ser aprobadas o

---

<sup>(53)</sup> GUERRA MARTÍN, “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 de la Directiva sobre OPAs (el Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)”, *RdS* núm. 27, 2006-2, p. 173.

confirmadas por la Junta general cuando éstas no se inscriban en el curso normal de actividades y su aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.

La idea que subyace en la expresión empleada por el legislador es que la Junta ha de confirmar o autorizar la adopción de cualquier decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades y que pueda frustrar la OPA. De alguna manera también, con este criterio se protegería a los accionistas frente a decisiones adoptadas por los administradores cuando sospecharan del carácter inminente de la OPA pero ésta no se hubiera anunciado formalmente.

La aprobación por parte de la Junta ha de limitarse a aquellas decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad. Esta limitación resulta lógica ya que los asuntos que entren en el ámbito de gestión ordinaria de los administradores son competencia exclusiva, en principio, de éstos y, en consecuencia, no puede subvertirse el ámbito de facultades establecido legalmente, vaciar de contenido el poder de los administradores y someter su actividad ordinaria a la necesaria y permanente aprobación de la Junta. Sin embargo, es lo cierto que, en algunos casos, inscribiéndose la decisión en el curso normal de actividades de la sociedad podrá ser preciso recabar la autorización de la Junta al estimar que su aplicación puede frustrar el éxito de la operación (tal sucedería, se me ocurre ahora con el aumento de capital autorizado, al amparo del artículo 153 de la LSA a que antes nos hemos referido). En consecuencia, el legislador ha establecido un doble criterio: decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades de los administradores y que puedan frustrar el éxito de la operación. La expresión empleada por el legislador resulta, en nuestra opinión, un tanto confusa, reiterativa e incluso superficial desde el momento en que, obviamente, las medidas ya aplicadas en su totalidad deben quedar fuera del supuesto ya que no cabe poner en tela de juicio o someter a una nueva aprobación decisiones ya ejecutadas en su totalidad. Pensemos en el siguiente supuesto: se adopta un acuerdo que modifica la estructura económica y/o jurídica de la sociedad (un aumento de capital, cesión de rama de actividad, una transformación...) con anterioridad al anuncio de la oferta y dicho acuerdo ya ha sido completamente ejecutado antes de iniciarse el plazo anteriormente mencionado ¿qué sentido tendría exigir la aprobación de la Junta? Ni siquiera parece razonable entender que éstas hayan de ser ratificadas si ya han sido implementadas, ¿es que acaso cabe pensar en la posibilidad de deshacer lo ya actuado?<sup>(54)</sup>

---

<sup>(54)</sup> Fuera de estos supuestos que, en principio, resultan menos problemáticos, la práctica demuestra que pueden plantearse otros casos más dudosos como, por ejemplo, cuando la decisión de los administradores se hubiera reflejado en un contrato o acuerdo con un tercero. En principio, advierte autorizada doctrina debe entenderse que los contratos quedan fuera del ámbito de aplicación de esta disposición, al considerar que la propia suscripción de un acuerdo negocial implica por sí misma la aplicación de la decisión al celebrarlo aun cuando esté pendiente de ejecución. Ello sólo podría excepcionarse en el caso de los contratos que respondieran a una finalidad puramente defensiva o cuya verdadera causa sea discutible en atención a las circunstancias de celebración. Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *El deber de pasividad...*

Cuando el legislador señala que las decisiones adoptadas antes del anuncio y aún no aplicadas total o parcialmente deberán ser aprobadas o confirmadas por la Junta parece estar admitiendo la posibilidad de confirmación *a posteriori* de las medidas defensivas adoptadas con anterioridad al anuncio de presentación de la oferta pero ejecutadas sin previa autorización conservando su eficacia en caso de ser posteriormente confirmadas por la Junta. En definitiva confirmación ha de entenderse como sinónimo de ratificación.

Por el contrario, las decisiones que se adopten tras el anuncio de la OPA que sean susceptibles de frustrar el éxito de la operación deben ser necesariamente aprobadas o autorizadas por la Junta a la luz de lo establecido en los artículos 60.1 bis de la LMV y 28.3.b) del RD 1066/2007. Lo que no admite el legislador es la confirmación de decisiones o actuaciones posteriores al anuncio de presentación de la oferta. Es decir, en ningún caso podrán los administradores poner en marcha por su cuenta y riesgo operaciones o actuaciones con la idea de que sean posteriormente ratificadas por la Junta. Ese planteamiento resulta absolutamente contrario con la finalidad perseguida a través de este juego de autorizaciones que no es otro que el de garantizar o asegurar el *shareholder decision making*. Es por ello por lo que debe valorarse muy favorablemente el hecho de que se modificara el texto final de este artículo 28 tal y como sugirió el Consejo de Estado en su Dictamen 1505/2007, de 26 de julio, que consideró la previsión contenida en el proyecto acerca de la posibilidad de ratificación o confirmación por la Junta de medidas adoptadas después del anuncio como una extralimitación respecto de la previsión legal.

Por otra parte, tanto la Ley en su artículo 60 bis de la LMV como el RD 1066/2007 en su artículo 28.3.b) toman una postura claramente favorable a la adopción de medidas defensivas siempre y cuando éstas fueran acordadas por los accionistas. De alguna manera esta previsión no es sino el reflejo del fracaso de la Directiva comunitaria en su intención o deseo de establecer las bases para un *level playing field* en el ámbito del mercado de control en Europa. Dejar la puerta abierta a la adopción de las medidas defensivas a instancia de los accionistas o de la Junta equivale a que la decisión quede en manos de los administradores que son quienes convocan la Junta y conforman el orden del día y de los accionistas de control.

Es bien sabido que en las estructuras de propiedad con alto grado de concentración (como sucede en el mercado español) los administradores vinculados a los accionistas de control son quienes en realidad dominan la sociedad ante la complaciente pasividad de la mayoría de los accionistas, los minoritarios. Ese dominio se refleja en el sometimiento de la actividad social a las decisiones y directrices de esos mayoritarios que reporta ventajas (retributivas) para los administradores por lo que ambos quieren defender el *status quo*. Por eso, en nuestra opinión, al abordar la problemática de la adopción de medidas defensivas, no ha de perderse nunca de vista esta perspectiva. Entendemos que a las medidas defensivas precede una mala fama que no siempre resulta acorde con la realidad o suficientemente fundada dependiendo del uso que se haga de ellas. No son malas *per se* pero sí es posible que en ocasiones se hayan usado de forma abusiva. Por ello es importante que sean los accionistas quienes participen en su adopción para intentar asegurarse que no se adoptan en el único interés de los

administradores. Ahora bien, el peligro no está sólo en los administradores sino en los accionistas de control.

Por esos motivos, desde nuestro punto de vista, es acertado y razonable exigir la intervención de los accionistas en la adopción de medidas defensivas, pero deberían haberse adoptado medidas que, por un lado, asegurasen la intervención real de los accionistas incluidos los minoritarios y, por otro, dotasen al sistema de la agilidad y rapidez que requieren las operaciones de mercado. Por otra parte, podría haberse reducido el porcentaje del capital social necesario para solicitar un complemento a la convocatoria de la Junta general de accionistas incluyendo puntos en el orden del día (artículo 97.3 de la LSA); asimismo, podría haberse reducido el porcentaje de capital social, accionistas, que pueden pedir la convocatoria inmediata de la Junta general (artículo 100.2 de la LSA); se podría haber exigido también la convocatoria de una Junta general de carácter informativo tras el anuncio de una OPA con el fin de que los accionistas lo antes posible estén informados de la oferta y, en su caso, se valore la adopción de medidas defensivas que respondan y protejan a la sociedad del ataque; más aún, quizás sería conveniente en el ámbito de las sociedades cotizadas establecer o prever la existencia de una “asamblea general de delegados” en términos similares a como se configura en la Ley de cooperativas (artículo 30 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas). Esta “Asamblea general de delegados” permitiría la adopción de respuestas rápidas frente al anuncio de una OPA permitiendo que, en caso necesario, se pusieran en marcha cuantas medidas defensivas fueran oportunas para no dejar desprotegida la sociedad. Asimismo, podría considerarse la posibilidad de permitir que los accionistas voten *on-line* sin necesidad de que se celebre una reunión con presencia física, con el fin de que veten las medidas defensivas que resulten, desde su punto de vista, rechazables.

Más aún, en el caso de que la sociedad cotizada hubiera optado por un sistema dual cabría plantearse si no podrían introducirse previsiones similares a las contenidas en la legislación alemana que facultan al *Vorstand* a actuar mediante la aprobación del *Aufsichtsrat*.

Se trata, en cualquier caso, de optar por sistemas gracias a los cuales pueda compatibilizarse la regla de pasividad con la intervención de los accionistas en un intento de lograr el equilibrio entre propiedad-gestión y la necesaria agilidad que requiere cualquier operación de mercado y esa perspectiva es la que, en nuestra opinión, no se ha tenido suficientemente en cuenta en la reforma legal.

### **3. El acuerdo de la Junta general**

La facultad de los accionistas de intervenir y decidir la adopción de medidas defensivas incide directamente en el calendario de la oferta que, en ocasiones, puede resultar incompatible con la adopción de decisiones que de manera ágil y rápida han de adoptarse. En realidad, durante el transcurso de una oferta pública, pueden producirse momentos u oportunidades únicas que requieran una acción inmediata por parte del

órgano de administración. En ese contexto, la paralización en la adopción de decisiones estratégicas para la sociedad —durante un mes o más— puede poner en riesgo la operación y resultar perjudicial para la sociedad y para sus accionistas. Es por ello por lo que el legislador ha previsto una reducción del plazo de convocatoria de la Junta: de un mes que es el plazo establecido desde la reforma de noviembre de 2005 derivada de la regulación de la Sociedad Anónima Europea, a quince días (artículo 60 bis de la LMV, en coherencia con el artículo 9.4 de la Directiva). Esta previsión legal de un plazo mínimo de quince días para convocar debe considerarse acertada ya que contribuye, sin lugar a dudas, a paliar las deficiencias inherentes al funcionamiento del órgano de expresión de la voluntad social adaptándolas a las necesidades que derivan de la operativa.

El problema es que este plazo se compagina mal con los establecidos para solicitar la ampliación del orden del día por parte de los accionistas minoritarios (artículo 97.3 de la LSA) que sólo podrán solicitar la convocatoria de una Junta extraordinaria con los inconvenientes que ello plantea (artículo 100.2 de la LSA).

Lo que no resulta tan coherente es lo dispuesto en el artículo 28.4.a) del RD 1066/2007 cuando determina que “la Junta general de accionistas, salvo si se trata de una Junta general ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación”. El legislador parece haber considerado oportuno o conveniente convocar una Junta *ad-hoc* para la adopción de decisiones acerca de las medidas defensivas (ya se trate de una ratificación de decisiones anteriores al anuncio de la oferta o de la adopción de medidas con posterioridad a él). Sin embargo, parece olvidar por un lado, las características de la Junta —en relación con la falta de agilidad para su reunión— así como el coste de la convocatoria y, por otro, las distintas clases de Junta. En este sentido, va de suyo que una Junta ordinaria ha de decidir necesariamente sobre la gestión social, las cuentas y la aplicación del resultado por cuanto esta clase de Junta está limitada tanto en el tiempo de su convocatoria como en su contenido mínimo (artículo 93 de la LSA) lo que impide que podamos hablar de una Junta ordinaria cuando no decida al menos sobre esas materias. Obviamente, si la Junta que ha de decidir sobre una medida defensiva coincide en el tiempo con la Junta ordinaria, es lógico que todos los asuntos se traten en la misma reunión y que esta Junta sea convocada —lógicamente— con la antelación ordinaria de un mes. Otra cosa sería absurda por cuanto supondría un gasto excesivo. Por lo tanto, consideramos la mención del artículo 28.4.a) en relación con este aspecto superficial y cuando menos, poco operativa. Lo que puede plantear problemas es el hecho de que la Junta ordinaria ha de convocarse con un mes de antelación a su celebración por lo que, cabría la ampliación del orden del día incluyendo la cuestión de la adopción de las medidas defensivas siempre y cuando medie un período mínimo de quince días y sea objeto de una nueva publicación.

Lo que no parece tener mucho sentido es establecer la necesidad de que se convoque una Junta *ad-hoc* o específicamente para decidir sobre un único aspecto o punto sobre todo si tenemos en cuenta que una de las objeciones que se formulan acerca de la Junta es su falta de agilidad para intervenir en determinados supuestos como conse-

cuencia de los gastos que genera su convocatoria y de las exigencias a que está sometida en relación con los plazos. Por lo tanto, no parece tener justificación la referida exigencia de una Junta *ad-hoc* que sólo decida sobre una determinada cuestión teniendo en cuenta que el orden del día sometido a los criterios de claridad y completud han de servir como garantía informativa para los accionistas que han de participar en la adopción de las decisiones.

El acuerdo de la Junta —ya sea de ratificación o de aprobación— ha de adoptarse conforme a lo dispuesto en el artículo 103 de la LSA, es decir, con el quórum reforzado previsto para los supuestos especiales lo que resulta congruente con la importancia de las decisiones a adoptar sin perjuicio de la posibilidad de que los estatutos eleven los quórum y mayorías legales para la aprobación de estos acuerdos. La regulación se completa con una serie de previsiones recogidas en el artículo 28.4 del RD 1066/2007 tendentes a garantizar el derecho de información de los accionistas y a asegurarse de que los accionistas deciden debidamente informados. Las previsiones a que nos referimos son las siguientes: por un lado, la redacción del Informe de los administradores —al que ya nos hemos referido— que deberá ponerse a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta [artículo 28.4.b) del RD 1066/2007], asimismo, se especifica —lo que no es sino una reiteración de todo cuanto ya dice la Ley y ha puesto de manifiesto la jurisprudencia— que en la convocatoria deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para las que se solicita la autorización [apdo. c) del mismo precepto]; y, finalmente, se prescribe la necesidad de que en la convocatoria se haga constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto, el Informe y de pedir la entrega o envío gratuito de los referidos documentos [apdo. d) artículo 28.4 RD 1066/2007]. En relación con estas cuestiones, un aspecto sobre el que el legislador guarda silencio es el plazo de que disponen los administradores para elaborar el Informe que justifica las actuaciones a realizar.

Se puede presumir que éste ha de elaborarse a la mayor brevedad posible si bien la ausencia de un plazo determinado plantea o, al menos, puede plantear problemas. Porque, en definitiva, en el momento en que se convoque la Junta, el Informe deberá estar a disposición de los accionistas [artículo 28.4.b) del RD 1066/2007] lo que significa que al período de 15 días que, como mínimo, ha de mediar entre la convocatoria y la celebración de la Junta ha de añadirse o sumarse el tiempo que los Administradores tardan en elaborar el referido Informe con lo que, finalmente, se van dilatando los plazos excesivamente. Ello, entendemos, puede perjudicar a la sociedad que ve cómo las posibilidades de poner en marcha medidas defensivas puede prorrogarse en el tiempo. Por otro lado, y en relación con la puesta a disposición de los accionistas del Informe consideramos que una buena forma de garantizarla sería colgándolo en la página web de la sociedad. Más aún, quizás sería conveniente establecer la obligación de los Administradores de elaborar Informes sobre las distintas ofertas públicas desde el momento de su anuncio garantizando de esta manera una información constante y detallada a los accionistas con ello, probablemente, se ganaría tiempo y se mejoraría el derecho de información de los accionistas.

#### 4. La neutralización de las medidas defensivas: el acuerdo de la Junta general

La *break-through rule* <sup>(55)</sup> y con independencia de cuantas consideraciones pongamos de manifiesto más adelante, neutraliza las medidas defensivas de carácter preventivo <sup>(56)</sup> —también denominadas *shark repellents*—, es decir, las previas a la OPA (artículo 11 de la Directiva, artículo 60 ter de la LMV y 19 del RD 1066/2007) <sup>(57)</sup>. La

---

<sup>(55)</sup> El origen de la regla de la neutralización en materia de OPAs es anglosajón si bien en estos momentos constituye una genuina aportación comunitaria deudora del ya mencionado Informe Winter sobre OPAs, de 10 de enero de 2002. La regla establecida en la normativa española que sigue la línea trazada en Alemania, Francia o el Reino Unido donde la regla general es la no neutralización salvo acuerdo en contrario de cada sociedad. La razón de ser del criterio adoptado es que la regla supone una ruptura o excepción al principio de supremacía de los accionistas ya que implica hacer inaplicables disposiciones estatutarias o pactos parasociales votados o pactados por todos. Por otro lado, algunos autores advierten que esta regla no discrimina entre ofertas que crean valor y las que lo destruyen pudiendo cualquier oferente beneficiarse de la regla de la neutralización. Asimismo, se estima que la neutralización no beneficia necesariamente a los accionistas minoritarios. Finalmente, se advierte que la utilización de medidas de neutralización puede favorecer la adopción de estructuras accionariales complejas que acaben frustrando el objetivo perseguido (PAREDES GALLEGO, “Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAs”, Homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento, núm. extraordinario 2006, www.uria.com, pp. 150-151; LARGO GIL, *La neutralización de las medidas anti-OPA preventivas*, Madrid, 2007, pp. 43 y ss.).

<sup>(56)</sup> Las barreras técnicas son las que la sociedad puede adoptar mediante la modificación de los estatutos (emisión de acciones sin voto, limitaciones al derecho de voto, sindicatos de votos...). Por lo que se refiere a las medidas preventivas, éstas operan antes del anuncio de la oferta y se establecen con el fin de impedir la toma de control por parte de un oferente victorioso por ejemplo, la cláusula que prevé el nombramiento escalonado del consejo de Administración —*staggered boards*— [vid. BEBCHUK/COATES/SUBRAMANIAN, “The powerful antitakeover force of staggered Boards: theory, Evidence and policy”, 54 (2002), *Stanford Law Review*, pp. 887-951]; la previsión de mayorías reforzadas para acordar ciertas operaciones. En relación con ambos tipos de barreras, vid. FERRARINI, “La difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione”, *Riv. Soc.*, septiembre-octubre, 2000 (1), pp. 743 y ss. y 764 y ss.

<sup>(57)</sup> La solución adoptada en la Directiva ha sido objeto de críticas (un amplio estudio puede verse en ARLEN/TALLEY, *Unregulable Defenses and the perils of Shareholder choice*, Working Paper NYU Center for Law and Business, LLB-03-005). Sin embargo, otro sector de la doctrina estadounidense la había reclamado como consecuencia de la utilización por los Consejos del poder de proponer y aprobar medidas anti-OPA (BEBCHUK/COATES/SUBRAMANIAN, “The powerful antitakeover...”, p. 887). En líneas similares se pronunciaron los expertos en el *Interim Report of the committee on capital markets regulation*. La neutralización, recogida en el artículo 11.4 de la Directiva, fue uno de los aspectos más controvertidos de la Directiva la cual sólo vio la luz una vez que se optó —renunciando así a una verdadera armonización— por una solución de compromiso tal y como resulta de la articulación de dos preceptos: el artículo 11 (neutralización) y el 12 (reciprocidad). En definitiva, aunque la idea perseguida inicialmente por la Directiva era la de establecer un *level playing field*, la Directiva finalmente aprobada no sólo reconoce la existencia de barreras a las OPAs (Considerando 21) sino que, lo que es más importante, autoriza su mantenimiento dejando a cada Estado en libertad para optar por establecer la regla del deber de pasividad de los administradores y la regla de la neutralización (o no aplicación de las restricciones a la transmisión de las acciones o a los derechos de voto tras el cierre de la OPA). Al respecto vid. SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...*; DE CARLOS BERTRAN/DE CARDENAS SMITH, “Directiva de OPAs”, *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, II, Fundación de Estudios Financieros, p. 232; así como el propio Dictamen del Consejo de Estado sobre el Anteproyecto de Ley, de 28 de septiembre de 2006.

regla es un instrumento que facilita o incentiva —teóricamente— el mercado de control haciendo que determinadas restricciones sean ineficaces o inaplicables, a saber las medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad de los valores ante una oferta que ha tenido éxito<sup>(58)</sup> (restricciones en el derecho de voto, restricciones a la transmisión de acciones, es decir, medidas contractuales y estatutarias limitadoras de derechos de voto o restrictivas de la libre transmisibilidad de los valores). Por tanto, se aplica sobre la sociedad afectada por una OPA y a favor del oferente que ha tenido éxito en su oferta. Está basada en el principio de proporcionalidad entre capital y control; en el sentido de que quien soporta el mayor riesgo de empresa debe tener la capacidad de decisión en la sociedad, el control, y se fundamenta en razones de justicia. Pretende, por tanto, eliminar derechos de voto múltiple o plural en la Junta que vaya a decidir o autorizar la aplicación de las medidas defensivas post-OPA así como en la primera Junta general que haya de celebrarse tras la operación exitosa (artículo 11 de la Directiva y artículo 60 ter de la LMV). Es decir, cuando el oferente alcance un porcentaje del 75% o más del capital con derecho a voto en la sociedad afectada a resultas de una oferta por la totalidad tiene derecho a convocar una Junta general en la que se desactiven, parcialmente, las medidas defensivas (en ausencia de neutralización, la única alternativa para el oferente sería la de presentar una oferta supeditada a la eliminación de las restricciones por parte de la Junta general de accionistas, o bien en organizar una actuación concertada con varios oferentes)<sup>(59)</sup>. La Ley otorga libertad para que cada sociedad decida si aplica o no medidas de neutralización conforme al artículo 103 de la LSA. Además la sociedad podrá decidir no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas similares (reciprocidad).

Finalmente, la regla supone una excepción al principio de soberanía de los accionistas, dado que puede hacer inaplicables previsiones estatutarias o acuerdos parasociales votados o pactados por aquéllos. Por otro lado, el hecho de que en caso de neutralización se establezca una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de derechos determinará, probablemente, que el recurso a la neutralización sea con carácter general escaso.

Realizadas estas consideraciones de orden previo, debemos centrar nuestra atención en el acuerdo de neutralización en sentido estricto<sup>(60)</sup>. La neutralización, tal y como se diseña en la Directiva Comunitaria (artículo 11.4) va ligada a la celebración

---

(58) Esto es, cuando el oferente haya alcanzado el 75% o más del capital, dejan de surtir efecto, de forma continuada, determinadas medidas (artículo 11.4 Directiva y 60 ter de la LMV). La pérdida de eficacia se justifica por el hecho de que ha de facilitarse que el nuevo titular del control pueda modificar los estatutos o adaptar la administración de la sociedad al resultado de la OPA.

(59) LARGO GIL, *La neutralización...*, p. 31; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Limitación del voto, actuación concertada, y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, Madrid, 2002, p. 271; GUERRA MARTÍN, *Control conjunto y directo de OPAs*, Madrid, 2004.

(60) *Vid.* GARRIDO GARCÍA, “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, *Noticias de la Unión Europea* 252, pp. 82-83.

de la primera Junta general de accionistas en la sociedad afectada tras la culminación con éxito de la OPA<sup>(61)</sup>. En definitiva, se reconoce al oferente el derecho a convocar una Junta general en la sociedad afectada dentro de un breve plazo después del cierre de la oferta con el fin de que el nuevo titular del control pueda modificar los estatutos y cambiar la composición del órgano de administración de la sociedad y en esa Junta general serán inoponibles las medidas sancionadas en el artículo 11.4 de la Directiva. Es decir, la neutralización se activa automáticamente al concurrir en esa Junta el oferente<sup>(62)</sup> pero no es necesario que se adopte una resolución formal en relación a la actualización de la neutralización.

Ahora bien, curiosamente, ni en el artículo 60 ter de la LMV ni en el RD sobre OPAs hay referencia alguna a esa Junta post-OPA a que alude la Directiva ni tampoco se reconoce al oferente el derecho a convocatoria. En efecto, aun cuando el artículo 29 del RD 1066/2007 se ocupa en general del régimen de neutralización y establece el régimen jurídico para la adopción de las decisiones sociales oportunas (la relativa a la aplicación de la neutralización y la contraria), no se refiere a ninguna posterior al cierre o conclusión de la OPA en la que ha de ponerse en práctica la neutralización<sup>(63)</sup> por lo que desconocemos el plazo de que se dispone para celebrarla.

Este olvido del legislador contrasta con el fundamento de la neutralización que, sin lugar a dudas, está pensada para permitir que en la primera Junta que se celebre en la sociedad afectada después de la liquidación o cierre de la oferta, el oferente y actual accionista de control pueda ejercitar los derechos que le corresponden en la parte de capital de la que es titular; es decir, es necesaria para que se ponga en práctica la neutralización. En este sentido, esta Junta es relevante con vistas a que el oferente o actual titular modifique los estatutos de la sociedad afectada adecuándolos a la actual situación y a sus intereses: eliminar las limitaciones al derecho de voto, revocación de los administradores y nombramiento de otros nuevos si la neutralización ha impedido oponer las medidas defensivas en el intento de adquirir el control, sus efectos deben perdurar cuando de lo que se trata es de reflejar ese control en acuerdos societarios.

---

(61) Así se refleja en el Considerando 19 de la Directiva: “Los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para brindar a todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta. Cuando los titulares de valores sufran una pérdida como resultado de la supresión de derechos, debe ofrecerse una compensación equitativa con arreglo a las modalidades técnicas que establezcan los Estados miembros”.

(62) Llegado ese momento, el oferente no puede desactivar la neutralización a conveniencia ante la posibilidad de que se hubiera formulado una OPA por un tercero o existiera el proyecto de hacerlo. En ese caso, la sociedad afectada deberá rearmarse si lo considera oportuno adoptando un acuerdo conforme a lo previsto en el artículo 60 bis de la LMV (LARGO GIL, *La neutralización...*, p. 207).

(63) Sobre las posibles razones que han llevado a ello puede verse con detalle: LARGO GIL, *La neutralización...*, pp. 276 y ss. y 295 y ss.

El legislador español no reconoce expresamente al oferente el derecho “especial” a convocar Junta general en la sociedad afectada a diferencia de lo que establece la Directiva en el artículo 11.4. La Directiva parte del reconocimiento a favor del oferente de la facultad de convocar una Junta con el fin de adoptar los acuerdos señalados. No se trata de una precisión de la legitimación de convocar Junta al amparo de lo establecido en el artículo 100.2 y 3 de la LSA procediendo, en caso de que no se atendiera su solicitud, a la convocatoria judicial (artículo 101 de la LSA)<sup>(64)</sup> sino de un derecho personal e indiscutible para convocar la Junta a favor de ese titular de una participación superior al 75% del capital. Sin embargo, esta legitimación no ha recibido un reconocimiento expreso en nuestro ordenamiento (ni en el artículo 60 ter de la LNV ni en la LSA).

La convocatoria de la Junta deberá ajustarse a las formalidades prescritas por el Derecho de sociedades en el artículo 97 de la LSA.

### 5. La regla de la reciprocidad

A lo largo del presente trabajo hemos hecho referencia en reiteradas ocasiones a la regla de reciprocidad. Como es sabido, la Directiva establece un complicado sistema para que los Estados miembros y las compañías apliquen o no las reglas de pasividad y neutralización. Pues bien, la reciprocidad forma parte de ese entramado diseñado como solución de compromiso para favorecer la aprobación definitiva de la Directiva.

Conforme a lo que establece el artículo 12.3 de la Directiva, los Estados Miembros podrán eximir a las sociedades de la *passivity rule* y de la *breakthrough* si son objeto de una oferta por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones que la sociedad afectada (por tanto, sólo puede entenderse si partimos de la idea de que es una solución de compromiso para lograr la aprobación de la Directiva y que el interés protegido no es otro que autoprotección de las empresas nacionales). Es decir, mientras que para la sociedad afectada rige el principio de ineficacia de medidas defensivas, no lo hace para aquélla. Dos son las condiciones que han de concurrir para que entre en juego la reciprocidad. La primera es que la sociedad ha de ser objeto de una OPA y la segunda que el oferente no aplique la neutralización, es decir, que no se haya sometido a las mismas disposiciones que la sociedad *target*. Por ejemplo, una sociedad que hubiese excluido el juego de la citada regla; esta última puede inutilizar

---

<sup>(64)</sup> No compartimos la opinión defendida por un sector doctrinal que considera que en el sistema español se confiere un derecho especial al oferente para convocar directamente la Junta general sin mediación de los administradores (LARGO GIL, *La neutralización...*, p. 296). La autora señala que aunque la Ley guarde silencio al respecto, debe entenderse que nada impide al oferente llevar a cabo esa convocatoria de forma directa, ahí es donde radica lo extraordinario del derecho conferido porque decir que puede instar a los administradores para que convoquen no tiene nada de extraordinario según jurisprudencia que recoge la propia autora, la facultad de solicitar la convocatoria de la Junta es uno de los derechos básicos e inderogables de los accionistas. Desde nuestro punto de vista, el reconocimiento de una facultad tan excepcional como esa —atribuyendo un derecho personal para convocar la Junta a favor del oferente— sólo podría tener cabida mediante el consiguiente reconocimiento expreso bien en la legislación de OPAs (en el artículo 60 de la LMV) bien modificando el artículo 100 de la LSA incluyendo ese supuesto especial.

la aplicación de la neutralización. Se trata, en cualquier caso, de una reciprocidad no entre legislaciones nacionales sino entre las disposiciones estatutarias de las concretas sociedades implicadas en una determinada OPA.

Ahora bien, la fórmula adoptada por el legislador nacional no determina en qué momento puede adoptarse la exención. Parece razonable entender que ésta podrá acordarse en cualquier momento si bien lo lógico será que se acuerde en el momento en que se conozca o se formule la OPA. Tampoco resuelve otro problema ciertamente complejo. La reciprocidad debe ser aplicada frente a un determinado sujeto: la sociedad que ha presentado la OPA y cuyas medidas defensivas no se neutralizan; pero, ¿qué sucede cuando junto a ese oferente concurren otros? Desde esta perspectiva, la Ley no ofrece ninguna solución para el caso de las OPAs concurrentes<sup>(65)</sup>.

La neutralización se ha configurado en nuestra legislación como una opción abierta de tal manera que las sociedades pueden decidir que se aplique sólo con respecto de algunas de las medidas anti-OPA prefijadas en la Directiva. Así resulta de lo dispuesto en los artículos 60 ter.1 de la LMV y 29.2.a).iii) y iv) del Real Decreto 1066/2007.

Por tanto, la regla permite o implica que cada sociedad pueda derogar la norma que establece el deber de pasividad y la neutralización mediante el oportuno acuerdo adoptado como máximo 18 meses antes de que la oferta se hubiera hecho pública. No se entiende muy bien el porqué de ese plazo que no resulta coincidente con ninguna otra convocatoria de Junta por lo que lo más probable será que la referida cuestión se incorpore anualmente al orden del día de la Junta que haya de aprobar las cuentas anuales ya que en otro caso bien habría que convocar Junta en los seis meses siguientes o, si la Junta no renueva ese acuerdo, quedaría desprotegida. Ello supone, en definitiva, dejar en manos de los administradores el control sobre la reciprocidad o neutralización de las medidas defensivas porque son ellos quienes, en principio, convocan la Junta y fijan el orden del día. De nuevo nos encontramos con uno de los conflictos característicos de las OPAs: la lucha por mantener el control por parte de los administradores frente a los intereses de los accionistas.

Poco más aclara el legislador acerca de las particularidades de esta Junta o de la adopción del acuerdo a excepción del sometimiento a lo dispuesto en el artículo 103 de la LSA y de la necesidad de que se elabore un Informe por parte de los administradores. Así pues, el precepto suscita algunas dudas como por ejemplo, si ha de entenderse que la Junta que decida acerca de esta cuestión ha de ser una Junta convocada *ad-hoc* en la que —salvo que se trate de una Junta general ordinaria— no puede decidirse sobre ningún otro asunto distinto.

#### IV. CONCLUSIONES

El modelo comunitario de medidas defensivas anti-opa difiere sustancialmente de la experiencia norteamericana. Así, mientras en los modelos continentales entre los

---

<sup>(65)</sup> Vid. SÁNCHEZ CALERO, J., *La armonización...*, pp. 49 y ss.

que se encuentra España, optan por una prohibición general de adopción de medidas defensivas y, por tanto, por un deber de pasividad, el modelo norteamericano a través de la *Business Judgment Rule* deja un margen a la discrecionalidad de los administradores, una cierta inmunidad en relación con la adopción de decisiones empresariales que no serán cuestionadas por los Tribunales en tanto los administradores prueben que procedieron estando informados, actuando de buena fe, en el mejor interés de la sociedad y adoptando medidas defensivas proporcionadas al peligro que la oferta presentaba para la sociedad. Nuestro modelo se caracteriza pues, por prohibir la adopción de medidas defensivas en tanto no sean autorizadas por la Junta general de accionistas. Corresponde por tanto a los accionistas decidir sobre el resultado de la oferta y, en coherencia con ello, sobre la adopción de medidas defensivas.

Sin embargo, se echa en falta en el modelo español una especificación de los deberes de los administradores ante una OPA que vaya más allá de la mera *passivity rule* o prohibición de adopción de cualquier medida defensiva sin la previa aprobación de la Junta. Consideramos que es preciso garantizar la intervención de los accionistas y prever mecanismos que, más allá de la reducción de los plazos para convocar la Junta, permitan la adopción de decisiones con la agilidad que las circunstancias requieren así como convocatorias innecesarias de Juntas generales. Es por ello por lo que estimamos que, quizás, en las sociedades cotizadas, debería incorporarse una figura similar a la establecida en las sociedades cooperativas: la “Asamblea general de Delegados”. Sólo así podría asegurarse la intervención de los accionistas a la par que se ofrece un sistema de respuesta ágil y rápido.

Tanto la reforma operada en la Ley de Mercado de Valores como el Real Decreto de desarrollo han dejado cuestiones sin afrontar y algunos otros aspectos necesitan de una reforma tendente a lograr una armonización de las disposiciones de la LSA y del mercado de valores tal y como hemos señalado se plantea en relación con el derecho de la minoría para añadir puntos en el orden del día.

Consideramos que, con independencia de que fuera conveniente —en líneas generales— introducir en nuestro Ordenamiento la *Business Judgment Rule* —en una versión adaptada a nuestro modelo como ya ha hecho el legislador alemán— en relación con las OPAs deben ser los accionistas quienes decidan si aceptar una oferta y a qué precio. El principio de neutralidad en cuanto regla general debería admitir excepciones ligadas al interés general de la sociedad y, en particular, al interés de los accionistas.

# CARTAS DE PATROCINIO: ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA CONSTRUCCIÓN JURISPRUDENCIAL DEL FENÓMENO

MÓNICA FUENTES NAHARRO

*Doctor en Derecho  
Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

## RESUMEN

*Las cartas de patrocinio constituyen un fenómeno de extraordinario éxito en el tráfico mercantil que no se debe tanto a las ventajas económicas que acompañan a su emisión como a la ambigüedad —o quizá mejor, inseguridad— que existe en torno al alcance de su valor jurídico, circunstancia que es aprovechada por el patrocinador que, al emitir la carta, lo hace con una aspiración más o menos confesada de no quedar obligado jurídicamente frente al receptor de la misma, sino sólo en el plano moral. Lógicamente, es en esta ambigüedad, clave de su éxito económico, donde reside su principal problemática jurídica: la naturaleza jurídica de las cartas y la bipartición entre cartas “débiles” y “fuertes” con las consecuencias jurídicas —o ausencia de ellas— que ello acarrea, siguen siendo objeto de un intenso debate jurídico en el que doctrina y jurisprudencia no parecen encontrarse.*

**Palabras clave:** *Cartas de patrocinio, declaraciones de patrocinio, cartas “débiles”, cartas “fuertes”, grupos de sociedades, juridicidad, valor jurídico, naturaleza jurídica.*

## ABSTRACT

*The letters of comfort are a phenomenon of extraordinary success. However, that success is not due to the economic benefits that accompany its issuance as the legal ambiguity —or perhaps better, legal uncertainty— that characterizes their legal status, which is used by the sponsor that, in issuing the letter, does so hoping not to be legally bound against the recipient, but only in terms of morality. Logically, it is this ambiguity, the key to its economic success, what raises its main legal issues: the legal nature on the one hand, and the bipartition between “weak” and “strong” letters, with the legal implications —or lack of them— that it entails and remains as subject of an intense debate where legal doctrine and jurisprudence do not seem to agree.*

**Key words:** *Letters of comfort, comfort statements, “weak” letters, “strong” letters, corporate groups, legal significance, legal nature.*

## SUMARIO

- I. CARACTERIZACIÓN GENERAL DE LAS CARTAS DE PATROCINIO.
- II. LA CONSTRUCCIÓN JURISPRUDENCIAL DEL FENÓMENO.
- III. PLANTEAMIENTO DE LA PROBLEMÁTICA.
- IV. EL DISCUTIDO VALOR JURÍDICO DE LAS CARTAS DE PATROCINIO.
  1. **Planteamiento y evolución doctrinal.**
  2. **La discutida juridicidad de las cartas “débiles”.**
    - A) Aproximación a su discutida naturaleza (¿jurídica?).
    - B) Juridicidad y valor jurídico-obligacional.
  3. **El valor jurídico-obligacional de las declaraciones promisorias o “fuertes”.**
    - A) Aproximación a su discutida naturaleza jurídica.
    - B) La responsabilidad del patrocinador (en especial, la responsabilidad derivada del incumplimiento de obligaciones de hacer).
- V. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA DELIMITACIÓN DEL ÁMBITO SUBJETIVO DE LAS CARTAS DE PATROCINIO.
  1. **Elementos subjetivos de las relaciones de patrocinio: algunas reflexiones críticas.**
  2. **Cartas de patrocinio: entre el derecho de obligaciones y el derecho de grupos.**
- VI. CONCLUSIONES.

---

## I. CARACTERIZACIÓN GENERAL DE LAS CARTAS DE PATROCINIO

Como es sabido, las cartas de patrocinio son documentos redactados comúnmente en forma epistolar mediante los cuales una persona se dirige a una entidad crediticia con el propósito de inducirle, apoyar o favorecer la concesión, mantenimiento o prórroga de un crédito a un tercero (patrocinado) habitualmente vinculado al emisor del

documento<sup>(1)</sup>. Lo cierto es que el éxito del fenómeno, cuyo nacimiento se data en el inicio de la década de los sesenta del siglo XX, es un hecho constatado, y así lo acredita su uso generalizado en el tráfico mercantil actual de los países desarrollados<sup>(2)</sup>.

Las razones de su extraordinaria difusión se suelen situar en múltiples causas<sup>(3)</sup>: fiscales, societarias, contables<sup>(4)</sup>, etc.; si bien, quizá la razón más importante que empuja a las partes a recurrir a este instrumento se pueda explicar sin hacer referencia a consideraciones de orden estrictamente económico, sino relacionadas con las consecuencias jurídicas (o quizá mejor dicho, con la posible ausencia de ellas) que siguen a la emisión de tales cartas. Y es que, como bien se ha señalado, cuando un patrocinador emite una carta de patrocinio lo hace con una aspiración más o menos confesada de no quedar obligado jurídicamente frente al receptor de la misma, sino sólo en el plano moral: el patrocinador emite la carta porque no quiere otorgar una garantía típica, como el aval o la fianza, de la misma manera que el destinatario de la misma tampoco exige al patrocinador dicha garantía típica, en tanto sabe que aquél no está dispuesto a concederla. Es en esa *ambigüedad* jurídica —quizá, más acertadamente, *inseguridad* jurídica— del fenómeno, buscada por el emisor y aceptada por el destinatario, donde reside probablemente su mayor éxito. De esta forma, se puede afirmar que las ventajas económicas del patrocinio están estrechamente unidas a la indeterminación de los efectos jurídicos subsiguientes a la emisión de las cartas<sup>(5)</sup>.

---

(1) Vid. entre otros DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, Madrid, 1991, p. 14; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio y las garantías a primera demanda”, en (dirs.) García Villaverde/Bonardell Lenzano, AA.VV. *Contratos bancarios*, Madrid 1992, p. 723; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, en (dirs.) Sequeira/Gadea/Sacristán, *La contratación bancaria*, Dykinson, Madrid, 2007, p. 1154. Todos ellos destacan, respectivamente, la función de inducir, apoyar o favorecer, la concesión o mantenimiento del crédito que desempeña la carta de patrocinio.

(2) Vid. DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 13 y bibliografía citada por él en nota 1.

(3) Por todos, vid.: DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., pp. 24 y ss.

(4) Si bien, tal y como señala DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 26, las ventajas a nivel contable de estas cartas (en cuanto no tienen que reflejarse en el balance como garantías otorgadas) son discutidas o puestas en duda por buena parte de la doctrina, especialmente la alemana, que considera que a esos efectos las cartas “fuertes” de patrocinio son asimilables a los compromisos formales de garantía: vid. OBERMÜLLER, “Die Patronatserklärung”, *ZGR*, 1975, p. 41.

(5) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas de patrocinio y las garantías a primer requerimiento”, en (coords.) Nieto Carol/Bonet Sánchez, *Tratado de garantías en la contratación mercantil*, Civitas, Madrid, 1996, p. 630, y, en especial, pp. 636 y ss.; DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., pp. 43 y ss.; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1154.

Las declaraciones<sup>(6)</sup> contenidas en este tipo de documentos son de lo más variadas aunque a grandes rasgos todas ellas bien constatan la existencia de determinadas circunstancias concurrentes en ese tercero (patrocinado) por la carta, bien adoptan un compromiso de realizar determinada actividad u observar una concreta conducta en relación a ese tercero, incluso en ocasiones —las menos— incorporan la promesa de rembolsar al acreedor al vencimiento del crédito las cantidades que no fueren satisfechas por el deudor patrocinado<sup>(7)</sup>. Y aunque la heterogeneidad del contenido de estas cartas hace difícil proporcionar una clasificación sistemática de las mismas<sup>(8)</sup>, los esfuerzos de la doctrina en este campo han sido notables. Principalmente son dos los criterios de clasificación a los que nuestros autores han recurrido, distinguiéndose así por un lado, entre cartas enunciativas y promisorias y, por otro lado, entre cartas “débiles” o “fuertes”:

Aquella clasificación obedece al contenido de las declaraciones que incorporan estas cartas. Así, por un lado, se encuentran las que ofrecen únicamente información sobre el deudor para la entidad acreditante que recibe la misiva y que contienen lo que parte de nuestra doctrina especializada viene denominando declaraciones enunciativas

---

<sup>(6)</sup> Aun cuando habitualmente nos referiremos a “cartas” de patrocinio, no queremos dejar de apuntar que, como bien se ha señalado en tantas ocasiones, el elemento de estudio relevante a estos efectos es la declaración de patrocinio, no la carta que, en definitiva, constituye únicamente la forma concreta del documento en que dicha declaración se recoge; y, aunque la forma epistolar es bastante común, no es necesaria ni esencial para que la institución del patrocinio exista: “lo importante no es el continente —la carta— sino el contenido, esto es, la declaración incluida en ella” (SUÁREZ GÓNZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, La Ley, Madrid, 1994, p. 12). No obstante, en contra: LÓPEZ URIEL, “Las declaraciones de patrocinio y su función de garantía”, *RFDUC*, 1987, p. 325 y ss., quien considera que debe utilizarse el término carta.

<sup>(7)</sup> Tal es el caso del ejemplo que recoge SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., p. 29, donde el patrocinador señala: “nosotros garantizamos durante el período de un año arriba indicado la buena ejecución de los términos de los contratos de préstamo relativos a los créditos indicados. Nuestra garantía cubre el reembolso de los créditos concedidos a su vencimiento (...)”, si bien, como más adelante tendremos ocasión de comentar, buena parte de la doctrina considera que este tipo de documentos no son “verdaderas” cartas de patrocinio: *vid. infra* IV.3.A).

<sup>(8)</sup> La alusión a la heterogeneidad del contenido de estas cartas y de las dificultades que ello acarrea a la hora de elaborar una clasificación de las mismas es un lugar común en la doctrina que se ha ocupado de esta temática. Entre otros muchos trabajos: ARAMENDIA, “La llamada carta de confort y su problemática jurídica”, *RDBB*, 1984, p. 781; SANCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 724 y ss.; DUQUE, “Las cartas de patrocinio”, en AA.VV., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, p. 722; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., pp. 20 y 37; LÓPEZ URIEL, “Las declaraciones de patrocinio y su función de garantía”, cit., p. 331; VALENZUELA GARACH, “La “seriedad” de las llamadas cartas de patrocinio”, *RDM*, 1987, p. 368; DI GIOVANNI, *Le lettere di patronage*, Padova, Cedam, 1984, pp. 14 y 29; SEGNI, “La lettre de patronage come garanzia personale impropria”, *Riv. dir. civ.*, 1975, p. 127; PROSPERETTI, “Profili sistematici delle lettere di gradimento”, *BBTC*, 1978, p. 71; ALLEGRI, “Brevi note sulla lettera di patronage”, *BBTC*, 1982, p. 316; SCOTTI CAMUZZI, “Le lettere di patrocinio”, *Riv. dir. comm.*, 1980, p. 158; OBERMÜLLER, “Die Patronatserklärung...”, cit., p. 2; ATTI, “Il patronage e i gruppi di società: le fattispecie e il valore giuridico”, *Contratto e Impresa*, 1985, pp. 878 y 885.

vas<sup>(9)</sup> o de hechos<sup>(10)</sup>, por cuanto se limitan a constatar determinadas circunstancias, dar noticias o expresar opiniones, juicios o creencias acerca del deudor patrocinado. Por otro lado, encontramos aquellas cartas que contienen declaraciones en las que la entidad patrocinante asume un compromiso u obligación concreta frente a la destinataria del documento, a las que la doctrina viene denominando declaraciones promisorias<sup>(11)</sup> o de voluntad<sup>(12)</sup>.

No obstante, como decíamos, existe otra clasificación si cabe más extendida que atiende no sólo al contenido de esas cartas sino también, y principalmente, a los efectos jurídicos que la jurisprudencia y doctrina mayoritaria viene atribuyéndoles. Nos referimos a la que distingue entre cartas “fuertes” y “débiles”<sup>(13)</sup>, atribuyendo este último calificativo a las que contienen declaraciones meramente enunciativas o de hechos (por la supuesta “debilidad” o, incluso, a decir de muchos, inexistencia de los efectos jurídicos a ellas vinculadas), y aquél a todas aquellas que incluyen declaraciones promisorias o de voluntad (por la “fortaleza” de los efectos jurídico-obligacionales que se vinculan a su emisión).

## II. LA CONSTRUCCIÓN JURISPRUDENCIAL DEL FENÓMENO

Precisamente por carecer el fenómeno de las cartas de patrocinio de régimen positivo alguno adquiere en este contexto especial importancia, tal y como también sucede con cualquier institución configurada en la práctica de los negocios que no haya sido positivizada por nuestro legislador, el tratamiento que han dado los tribunales a los supuestos que las partes han llevado a su conocimiento<sup>(14)</sup>. Desafortunadamente, la parquedad de pronunciamientos respecto a esta cuestión entre nuestra jurisprudencia es, incluso, llamativa: sólo existen, por cuanto hemos podido conocer, tres sentencias del Tribunal Supremo sobre las cartas de patrocinio (las Sentencias de 16 de diciembre de 1985, de 30 de junio de 2005 y de 13 de febrero de 2007)<sup>(15)</sup>.

(9) DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 68.

(10) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1164.

(11) DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 68.

(12) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., p. 634; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1164.

(13) Se ha seguido así la clasificación imperante en la dogmática alemana: por todos *vid.* LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, Beck, Munich, 1994, pp. 82 y ss.

(14) Así lo señalaba DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 723.

(15) Parquedad ésta que, como bien se ha señalado, probablemente tiene su causa en la confusión que existe en torno a los efectos jurídicos de este tipo de documentos, circunstancia que retrae al destinatario y beneficiario de la carta de llevarla ante los tribunales: SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1154.

No obstante, aun cuando a la hora de remitirnos a la doctrina jurisprudencial nos referiremos fundamentalmente a la doctrina de nuestro Alto Tribunal, reviste interés la consulta de algunas sentencias de Audiencias Provinciales, como las de la Audiencia de Sevilla de 9 de marzo de 2005, la de Madrid de 23 de octubre de 1998, o la de Barcelona, de 28 de enero de 2002.

Esta parquedad no impide sin embargo extraer de su análisis conjunto una ya consolidada doctrina en torno a los que se consideran presupuestos constitutivos de una carta de patrocinio, o mejor dicho, de una carta de patrocinio “fuerte” (única modalidad a la que nuestro Alto Tribunal atribuye relevancia jurídica para las partes). Tales presupuestos se encuentran ya apuntados en aquella primera sentencia de 16 de diciembre de 1985, considerada el *leading case* de la doctrina; y aunque se han visto, como indicaremos, matizados por los dos pronunciamientos ulteriores de 2005 y 2007, siguen siendo hoy citados de forma genérica como los criterios determinantes de la existencia de estas cartas; o mejor dicho, de su *relevancia jurídica*.

Fue precisamente en aquel primer pronunciamiento donde quedó acuñada la distinción entre cartas de patrocinio “fuertes” y “débiles”, advirtiéndose que estas últimas no pasaban de ser simples recomendaciones que no podían ser esgrimidas por parte de la entidad acreedora como el fundamento de la concesión del crédito ni, menos aun, de la exigencia de un posterior pago del mismo cuando el prestatario no hubiere cumplido con su obligación de restitución correspondiente. Y es que, a juicio de la Sala, los presupuestos que una carta de patrocinio debía cumplir para que su emisión pudiera desencadenar una responsabilidad del patrocinador frente al destinatario de la misiva debían ser: 1) que exista intención de obligarse la sociedad matriz (patrocinadora) a prestar apoyo financiero a la filial o a contraer deberes positivos de cooperación a fin de que la compañía subordinada pueda hacer efectivas las prestaciones que le alcanzan en sus tratos con el tercero favorecido por la carta, careciendo de aquella obligatoriedad las declaraciones meramente enunciativas; 2) que la vinculación obligacional resulte clara, sin que pueda basarse en expresiones equívocas, por aplicación analógica de los requisitos de la declaración constitutiva de la fianza del artículo 1827 del CC; 3) que el firmante de la carta tenga facultades para obligar al patrocinador en un contrato análogo al de fianza; 4) que las expresiones vertidas en la carta sean determinantes para la conclusión de la operación que el patrocinado pretenda realizar, y 5) que la relación de patrocinio tenga lugar en el ámbito o situación propia de sociedad matriz y sociedad filial, lo que es algo distinto de la posición de accionista mayoritario de la patrocinadora en la patrocinada, haciendo referencia además a que la traslación de responsabilidad (sólo admisible en casos excepcionales) que dichas cartas significan tiene su actuación propia en la esfera de los créditos bancarios solicitados por la sociedad filial, con promesa de garantía asumida por la sociedad cabeza de grupo<sup>(16)</sup>.

Ciertamente, la doctrina incorporada en esta sentencia ha sido objeto de numerosas críticas por parte de nuestros autores, casi todas ellas referidas a dos aspectos muy concretos: por un lado, la equiparación que realiza el Tribunal entre carta de patrocinio

---

<sup>(16)</sup> Véase el Fundamento jurídico quinto de la sentencia de 16 de diciembre de 1985, posteriormente invocado, con algunos matices que ya comentaremos, por las de 30 de junio de 2005 (a lo largo de su extenso Fundamento primero) y de 13 de febrero de 2007 (Fundamento cuarto).

y fianza a los efectos de reconocer el valor jurídico-obligacional de aquélla<sup>(17)</sup>; por otro lado, a la “extraña afirmación”<sup>(18)</sup> contenida en los razonamientos de su tercer considerando donde se exigía una específica capacidad del firmante para otorgar contratos análogos a la fianza<sup>(19)</sup>. Presumimos que la autoridad de aquellas críticas influyó en la siguiente sentencia de 30 de junio de 2005, donde nuestro más Alto Tribunal al volver a pronunciarse sobre este mismo fenómeno introdujo una serie de matizaciones —más o menos afortunadas— en torno, principalmente, a aquellos dos aspectos y algún otro:

En primer lugar, retomó la cuestión relativa a la naturaleza jurídica de las cartas (hasta ese momento, remitida, recordemos, a la figura de la fianza), ensayando, en un primer lugar, una aproximación a su categorización —en el sentido en que venía haciéndolo nuestra doctrina científica mayoritaria— como “contrato atípico de garantía personal”, advirtiendo no obstante a continuación que tal contrato atípico podía encuadrarse específicamente “en alguna de las firmas negociales o categorías contractuales tipificadas en el ordenamiento jurídico como contrato de garantía, contrato a favor de terceros o promesa de crédito”, pudiéndose también “acudir con otros sectores doctrinales a la asimilación con otras figuras contractuales menos sensibles al factor de equivocidad (...), en concreto, la figura tradicional del mandato de crédito”<sup>(20)</sup>. Así con ello, como bien se ha señalado, “las referencias o el horizonte normativo de la fianza han desaparecido”<sup>(21)</sup> o, cuando menos, se han ampliado.

En segundo lugar, resulta especialmente relevante señalar que la Sala reconoció en este pronunciamiento la oportunidad de atribuir también efectos jurídicos (de responsabilidad para el patrocinador) a todas aquellas cartas que, aunque no incorporen promesas de reembolso de la deuda para el caso de que el patrocinado no lo hiciese (lo que implicaba asumir una obligación de garantía análoga a la fianza, tal y como exigía la Sala en su pronunciamiento de 1985), sí contengan declaraciones que impliquen la

(17) Postura que se viene tildando de “extraordinariamente restrictiva”: DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 728. También críticamente, en general, la mayor parte de la doctrina: *vid.* CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005 (RJ 2005, 5089), en *CCJC*, núm. 71, 2006, p. 903; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., pp. 1159, 1160 y 1163.

(18) En palabras de DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 750.

(19) Lo que llevó al Tribunal, en su fundamento quinto, a rechazar la impugnación entre otros motivos, porque: el firmante carecía de capacidad para ello por entender que su condición consejero (mancomunado) y de subdirector general “no le autorizaba sin más para obligar a la sociedad anónima en un contrato análogo al de fianza para garantía de operaciones ajenas a la propia actividad bancaria, cuando no consta que estuviera autorizado para ello ni que hubiera recaído acuerdo de la Junta general”. Y es que, la Sala consideraba que “a no ser que en el objeto social de la entidad conste expresamente la posibilidad de afianzar o que el Consejo de administración tenga conferida en los estatutos tal facultad, habrá de ser la Junta general de accionistas de la sociedad el órgano que debe autorizar el afianzamiento” (Fundamento jurídico tercero). Véase, en este sentido, críticamente, DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 750.

(20) Véase el extenso Fundamento primero de la STS de 30 de junio de 2005.

(21) CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, cit., p. 903.

asunción por parte del patrocinador de llevar a cabo algún tipo de influencia o actividad respecto del deudor patrocinado en orden a facilitar o asegurar en algún modo que éste —y no el patrocinador— reembolse la deuda en cuestión. Además, la Sala aprovechó este pronunciamiento para catalogar esta clase de declaraciones como obligaciones de medios y no de resultado, terciando así en la polémica que a este respecto había surgido entre nuestros autores en torno al estudio de las mismas<sup>(22)</sup>.

En tercer lugar, esta sentencia zanjó también las dudas que suscitó el tercer considerando de aquel *leading case* donde se exigía una especial capacidad del firmante (habitualmente, administrador de la sociedad) para “obligar al patrocinador”, modificando el criterio apuntado por entender que la emisión de la carta debe considerarse como un “acto neutro”, más concretamente, “un acto jurídico necesario para la realización o desarrollo de las actividades indicadas en el objeto social”<sup>(23)</sup>, por lo que su suscripción entraría dentro de las facultades que son propias de los administradores, aun en el caso de que los estatutos guardasen silencio al respecto<sup>(24)</sup>.

Sin embargo, a pesar de los matices innovadores y en buena parte acertados que la Sala introdujo en esta segunda sentencia, tampoco su contenido ha quedado exento de críticas. Se ha advertido, a nuestro juicio acertadamente, que en su argumentación el juzgador incurre en una patente contradicción: por un lado, confirmando la doctrina impuesta por la anterior resolución, sigue afirmando que las declaraciones “débiles”

---

(22) *Vid. infra*. IV.3.B), y el extenso Fundamento primero de la sentencia: “no puede desconocerse que, dentro de la multiplicidad de fórmulas que en el tráfico se emplean, al lado de declaraciones que vengan a suponer la asunción de una verdadera obligación de garantía (...), pueden existir otras en que, por incluirse el compromiso expreso de *influir* en la filial a fin de que la deuda de ésta con el tercero garantizado quede satisfecha, la obligación del patrocinador se configure como una obligación de medios más que de resultado, de manera que, como señala la doctrina, el fundamento de la responsabilidad del declarante/matriz por el incumplimiento *extracontractual*, sea el de los artículos 1902 CC y concordantes, por haber inducido al tercero/destinatario a otorgar su confianza a la compañía patrocinada”.

(23) Así, el Fundamento primero advierte: “Estos actos, como son el concertar préstamos, prestar avales o garantías, etc., pueden incluirse dentro del concepto más general de actos jurídicos necesarios para la realización o desarrollo de las actividades indicadas en el objeto social....”.

(24) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1170; HERRERA SÁNCHEZ, “Una reflexión sobre las cartas de patrocinio a la luz de la sentencia del Tribunal Supremo de 30 de junio de 2005”, *RdP*, núm. 19, 2007, pp. 139-141. Añadió la Sala además, acertadamente, que “en cualquier caso, aunque se entendiese que las cartas de patrocinio no pueden configurarse como ‘acto neutro’, el artículo 129.2 LSA, interpretado conforme al artículo 9 de la Primera Directiva en materia de sociedades, hace que el objeto social sólo pueda ser opuesto como un límite de la actuación de los administradores frente a terceros que hayan obrado de mala fe o con culpa grave” (*vid.* Fundamento primero).

Con ello el Tribunal Supremo parece acoger una posición similar a las RRDGRN de 20 de abril, 5 de mayo y 15 de octubre de 2005, donde se confirma que deben incluirse dentro del poder de representación de los administradores y, consiguientemente, tenerse por eficaces en la esfera patrimonial de la sociedad representada (sin perjuicio de reconocer a ésta el derecho a exigir responsabilidad al administrador que se hubiese extralimitado), todos los actos que supongan un desarrollo o ejecución del objeto social, de forma directa o indirecta, así como los que sean auxiliares o complementarios de éstos y también aquellos cuya conexión con el objeto social no sea patente o manifiesta, como los llamados actos neutros o polivalentes.

no tendrán fuerza vinculante alguna para las partes<sup>(25)</sup>, mientras por otro lado, de su razonamiento parece deducirse que la declaración verdaderamente relevante para hacer responder a la emisora (en virtud de la remisión que la Sala hace a la figura del mandato de crédito) ha sido la declaración “débil” de reconocimiento del grado de participación (100%) en el capital de la filial, y no la declaración “fuerte” por la que se prometía un eventual aumento de capital para el caso de que la filial se viera incapaz de hacer frente a la deuda<sup>(26)</sup>. Así, con razón se le ha reprochado que con ello la Sala parezca equiparar la declaración de participación accionarial del emisor en el patrocinado a un mandato de crédito y que, oscuramente, esté atrayendo “la aplicación de la regla del levantamiento del velo societario”<sup>(27)</sup>. De esta forma, aunque se deje de lado —acertadamente— la idea de equiparar carta de patrocinio con fianza, la sentencia nos conduce a una patente inseguridad jurídica, ya que no se sabe con certeza cuál de las dos declaraciones contenidas en la carta (la “débil” o la “fuerte”) justifican la condena final de la patrocinadora<sup>(28)</sup>.

Por su parte, la tercera y última sentencia de nuestro Tribunal Supremo sobre cartas de patrocinio, de 13 de febrero de 2007<sup>(29)</sup>, ha seguido la línea argumentativa planteada en su inmediato precedente, y aunque adhiriéndose de manera formal a la doctrina recogida establecida en el *leading case* de 1985, ha seguido matizando y separando en alguna medida su postura respecto de aquélla:

Así, en un primer lugar también admite la posibilidad de fundamentar las obligaciones derivadas de la carta de patrocinio en otros horizontes jurídicos distintos de la fianza, acogiendo esta idea además en los mismos términos empleados por el pronunciamiento de 2005<sup>(30)</sup>. En un segundo lugar, la Sala, también en la línea de su inmedia-

---

(25) “Las declaraciones meramente enunciativas carecerán de obligatoriedad” (...) “dichas cartas ‘débiles’ más se pueden estimar como verdaderas recomendaciones que no sirven de fundamento para que la entidad crediticia pueda exigir el pago del crédito a la entidad patrocinadora” (*vid.* Fundamento primero).

(26) Y es que vemos que la sentencia insiste en la importancia de que la emisora sea socio único de la filial (“verdadero interesado en la subsiguiente operación de crédito y beneficiado en definitiva por la misma, cual sucede a menudo en los supuestos de sociedades participadas o integrantes de grupo”), como el detonante para entender que tal declaración puede hacer reconducir la carta a un mandato de crédito (*vid.* Fundamento primero).

(27) CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, *cit.*, p. 903.

(28) Muy crítico con esta sentencia: CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, *cit.* pp. 895 y ss., en especial, pp. 897 y 903.

(29) Véase el comentario de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “De nuevo, el valor obligacional de las cartas de patrocinio”, *RDBB*, 2007, pp. 169 y ss.

(30) Fundamento Tercero: “Las “cartas fuertes” pueden entenderse como contrato atípico de garantía personal con un encuadramiento específico en alguna de las firmas negociales o categorías contractuales tipificadas en el ordenamiento jurídico como contrato de garantía, o como contrato a favor de terceros, o como promesa de crédito, criterio seguido en la STS de 16 de diciembre de 1985, que lo refiere al contrato de fianza, la cual puede constituirse por carta del fiador al banco”.

to precedente, aunque admite que la carta no puede constituir, debido a que “incumple el carácter equívoco del compromiso resolutorio para el buen fin de la operación”, una garantía personal solidaria del préstamo —tal y como solicitaban los demandantes—, reconoce de nuevo la *relevancia o trascendencia jurídica del compromiso* que el patrocinador había asumido en ella<sup>(31)</sup> si bien, en este caso, la responsabilidad derivada de aquel compromiso no procede en tanto no consta el incumplimiento del mismo (y que consistía únicamente en “informar en caso de pretender disminuir la mayoría en la sociedad patrocinada y estudiar y adoptar medidas para el buen fin de la operación, que no consta que haya sido incumplida”)<sup>(32)</sup>.

### III. PLANTEAMIENTO DE LA PROBLEMÁTICA

A la vista de lo anteriormente expuesto, la construcción que del fenómeno de las cartas de patrocinio hace nuestra jurisprudencia ha revelado la existencia de diversas carencias e imprecisiones que exigen, desde la reflexión jurídica, un replanteamiento

---

(31) La Sala, incluso, cataloga a la declaración contenida en esta sentencia como “débil”, aun cuando no lo hace de forma rotunda, admitiendo, confusamente a continuación, que contiene algo más que meras informaciones y el patrocinador asume en ella un concreto compromiso (si bien, éste, en efecto, nada tiene que ver con el compromiso de pago o reembolso de la deuda). *Vid.* Fundamento jurídico quinto: “Debe considerarse, en consecuencia, siguiendo las categorías propuestas doctrinalmente, como una carta de patrocinio débil (...) o, todo lo más, como una carta de patrocinio que únicamente añade a estos extremos un compromiso que no alcanza más allá que el de informar al banco y adoptar junto con él medidas para el buen fin del crédito en el caso de que se contemple la pérdida de la mayoría absoluta de la sociedad”.

(32) Esto se deduce de la lectura de parte del Fundamento jurídico sexto (la cursiva es nuestra): “b) el incumplimiento de las obligaciones del demandado como consecuencia de su posición dominante en la sociedad prestataria puede dar lugar a la responsabilidad que proceda de naturaleza contractual o extracontractual, pero no comprende, según la correcta interpretación de la carta otorgada, una garantía personal solidaria en relación con el préstamo concedido, que es lo que se reclama en la demanda, *dado que el emitente se compromete únicamente a una determinada conducta de informar en caso de pretender disminuir la mayoría en la sociedad patrocinada y estudiar y adoptar medidas para el buen fin de la operación, que no consta que haya sido incumplida...*”. Podría incluso llegar a interpretarse del análisis de la primera parte del razonamiento de la Sala (sin cursiva) que con aquellas palabras nuestro Alto Tribunal desea desvincular el tipo de responsabilidad que para el patrocinador deriva de la emisión de las cartas de patrocinio de la que propiamente pueda atribuírsele de su específica relación de dominio societario respecto de la filial —aspecto sobre el que más adelante volveremos al estudiar los presupuestos subjetivos del fenómeno—, distinguiendo así el plano del derecho común en el que se sitúa el estudio de las cartas de patrocinio, del plano del derecho societario de grupos y de la responsabilidad derivada por la dirección unitaria (*vid. infra* V.2), lo cual sería plausible. Sin embargo, creemos que extraer una interpretación tal supone ir demasiado lejos y poner en boca del juzgador ideas que, cuando menos, no resultan tan fácilmente deducibles del texto de la resolución. A nuestro parecer la Sala, al hablar del hipotético incumplimiento del patrocinador respecto de sus obligaciones en la filial no parece estar refiriéndose, en abstracto, a las responsabilidades que puedan derivarse en sentido propio de una relación de dominio y del ejercicio de una dirección unitaria sobre la filial, sino a la específica responsabilidad (“que proceda de naturaleza contractual o extracontractual”) derivada de esas obligaciones que había asumido la matriz dominante de “*informar en caso de pretender disminuir la mayoría en la sociedad patrocinada y estudiar y adoptar medidas para el buen fin de la operación*”, y que, a juicio de la Sala, ni constituyen una garantía personal solidaria del préstamo, ni consta siquiera que se hayan incumplido.

de algunos aspectos relacionados con el ámbito subjetivo y objetivo del fenómeno, ya sea porque nuestro más Alto Tribunal no los resuelve —o lo hace de forma confusa—, ya sea porque las posiciones a que ha llegado merecen cuando menos, a la luz de las autorizadas críticas doctrinales que han originado, ser objeto de alguna reconsideración adicional:

En primer lugar, como hemos tenido ocasión de ver, nuestro Tribunal distingue entre cartas “débiles” y “fuertes”, atribuyendo a estas últimas los efectos jurídico-económicos de una garantía mientras que a las primeras, a las que califica de meras obligaciones morales o recomendaciones, les niega cualquier relevancia jurídica. A nuestro juicio, se trata ésta de una postura que debe ser, cuando menos, objeto de algunas reflexiones críticas, máxime si tenemos en cuenta que viene siendo discutida desde hace ya algún tiempo por buena parte de la doctrina extranjera y española especializada, que cada vez en mayor número insiste en la necesidad de reconocer la relevancia jurídica y fuerza vinculante de esas declaraciones “débiles”<sup>(33)</sup>.

En segundo lugar, la cuestión de la naturaleza jurídica de las cartas de patrocinio, a pesar de la evolución que ha manifestado la doctrina de nuestro más Alto Tribunal a este respecto, sigue siendo hoy una cuestión abierta. Ciertamente, aunque la Sala en su primer pronunciamiento esgrimía la equiparación entre patrocinio y fianza a la hora de explicar de forma unitaria la naturaleza jurídica del fenómeno, en los dos posteriores de 2005 y 2007 ha reflejado una evolución clara hacia posiciones, podría decirse, más “pluralistas” a la hora de determinar esa naturaleza (recordemos que catalogaba el fenómeno como un “contrato atípico de garantía personal” que debía encontrar ulteriormente su “ encuadramiento específico ” en otras figuras jurídicas de nuestro ordenamiento —contrato de garantía, contrato a favor de terceros, promesa de crédito, mandato de crédito—). A nuestro juicio, esta evolución demuestra que la Sala ha sido permeable a los numerosos esfuerzos doctrinales que sucedieron a las críticas que acerca de esta cuestión originó la doctrina impuesta por la primera sentencia de 1985<sup>(34)</sup>, si bien, justo es reconocer que la postura que nuestro juzgador luego recoge, aun aproximándose al parecer de la doctrina mayoritaria, no cuenta con un respaldo unánime por parte de nuestros autores, donde encontramos numerosas y heterogéneas posiciones que van, desde los que predicán una naturaleza común a *todas* las cartas de patrocinio (con independencia de la “debilidad” o “fortaleza” de la declaración), hasta los que, justo desde la perspectiva contraria, consideran que la heterogeneidad del

(33) Así: SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 1166; CORTÉS, “Garantías personales y reales”, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, 2.<sup>a</sup> ed., Civitas, Madrid, 2007, p. 696; CALVO CARAVACA/BLANCO-MORALES LIMONES, “Las garantías contractuales (fianza, garantías autónomas y cartas de patrocinio en el comercio internacional)”, en (dirs.) Calvo Caravaca/Fernández de la Gándara, *Contratos internacionales*, Tecnos, Madrid, 1997, p. 1237; de hecho, algunos de nuestros autores especializados van aún más allá y advierten que las “débiles” son las que constituyen la “esencia” del fenómeno del patrocinio: DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 193. Desde una posición más matizada y restrictiva, como tendremos ocasión de ver, buena parte mayoritaria de nuestra doctrina: *vid. infra* nota 57. Más en profundidad sobre esta cuestión: *infra* IV.2.A).

(34) *Vid. supra* nota 17.

fenómeno impide ensayar siquiera un intento de categorizarlo jurídicamente de forma individualizada por representar simplemente un conjunto de declaraciones de voluntad que deberán interpretarse y remitirse, en función de su contenido, al instituto jurídico típico que corresponda en nuestro ordenamiento<sup>(35)</sup>. Así, lo cierto es que, a día de hoy, ésta resulta ser una problemática que permanece abierta y enfrenta en el plano dogmático no sólo a nuestros autores entre sí, sino también a ellos con nuestra doctrina jurisprudencial.

En tercer lugar, como tuvimos ocasión de ver, nuestro Alto Tribunal exige como presupuesto configurador del patrocinio —cuando menos, del tipo o modalidad de carta que se considera jurídicamente relevante— que entre emisor (patrocinador) y deudor (patrocinado) exista una relación subjetiva determinada: que sea la matriz quien ocupe la posición de patrocinadora y la filial quien asuma la de patrocinada. Esta vinculación indisoluble que se establece entre grupos de sociedades y cartas de patrocinio excluye del ámbito de estudio a todas aquellas cartas que no tengan lugar en el ámbito de las relaciones intragrupo, como puede ser el caso de un accionista mayoritario respecto de su sociedad dominada<sup>(36)</sup>, también excluye el caso de sociedades simplemente vinculadas, el de sociedades que pertenezcan a grupos paritarios (donde no

---

(35) El máximo exponente doctrinal de las posiciones que parten de una explicación unitaria o global de todo el fenómeno del patrocinio sin atender a distinciones ulteriores en función del tipo de declaración que tales cartas contengan (a las que podríamos denominar, si se nos permite la licencia, tesis “unitaristas”) es la obra del profesor DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio, passim*; sin embargo, la posición de este autor, aunque muy elaborada, no han obtenido un respaldo claro por parte de la doctrina mayoritaria, que advierte la imposibilidad de, dada la heterogeneidad del fenómeno, reconducir todas las manifestaciones del mismo a una sola institución (máxime cuando se equipara en este sentido las declaraciones meramente enunciativas con las promisorias), entendiendo que debe recurrirse al análisis individual de cada declaración para proceder a determinar su concreta naturaleza y efectos jurídicos (quizá el exponente doctrinal más representativo de esta postura en su concepción más rotunda sea el profesor CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas de patrocinio...”, cit., *passim*). No obstante, entre una y otra postura encontramos no pocas posiciones de autorizados autores que, aun reconociendo —dentro de esta última línea de reflexión— la imposibilidad de atribuir una sola naturaleza jurídica al fenómeno, han logrado reconducir buena parte del mismo a una sola categoría negocial: *vid. infra*. IV.3.A).

Estas posiciones más “pluralistas” (si se nos permite la expresión), son las que, con más o menos matices, imperan entre la doctrina comparada (así últimamente, en Alemania: KOCH, *Die Patronatserklärung*, Tubinga, 2005). De hecho, la reciente positivización del fenómeno del patrocinio en el Derecho francés (art. 2322 de su Código civil) tras la reforma introducida por la *Ordonnance* 2006-346 de 23 de marzo de 2006 relativa a las garantías (*vid.* la noticia comentada por Mondini, en *Riv. delle soc.*, 2007, pp. 295 y ss.), ha suscitado perplejidad entre la doctrina gala precisamente por haber optado el legislador con tal positivización por una definición única de las cartas y por haber reconducido todas ellas al esquema de las garantías personales, cuando en la práctica, se dice, asumen naturaleza y funciones muy diversas (*vid.* LE CANNU, “Les lettres d’intention conquises par le code civil”, *Riv. trimm. droit comm.*, 2006, pp. 421 y ss.).

(36) Lo que expresamente coadyuvó a desestimar el recurso planteado por el beneficiario de la carta en la sentencia de 16 de diciembre de 1985 (*vid.* su Fundamento jurídico).

existe la figura del sujeto dominante y dominado) o, incluso, el supuesto de una carta de patrocinio emitida por una filial a favor de su matriz<sup>(37)</sup>.

Con ello, en definitiva, la Sala parece confundir el fenómeno de la responsabilidad en los grupos de sociedades con la responsabilidad derivada de la emisión de las cartas de patrocinio, identificando dos cuestiones que, adelantamos ya, aunque en la práctica mercantil puedan ir unidas, a nuestro juicio obedecen a presupuestos y regímenes distintos.

#### IV. EL DISCUTIDO VALOR JURÍDICO DE LAS CARTAS DE PATROCINIO

##### 1. Planteamiento y evolución doctrinal

La relación de patrocinio viene referida a tres partes que mantienen entre sí relaciones diversas. Por un lado, la relación entre entidad patrocinante y patrocinada normalmente —que no siempre, como veremos— se trata de una relación de grupo en la que la última ocupa la posición de sociedad dependiente o dominada, siendo patrocinante la entidad matriz dominante. Se ha señalado que, siguiendo el esquema clásico de las relaciones trilaterales, a ésta se la podría denominar “relación de provisión”, ya que es la causa que le impulsa a emitir la carta de patrocinio<sup>(38)</sup>. Así, desde ese análisis estructural la relación entre patrocinada y acreedor destinatario de la carta (normalmente una entidad de crédito) sería una “relación de valor”<sup>(39)</sup>. Siguiendo este esquema es precisamente la tercera relación, la que surge entre patrocinante y destinatario de la carta, la que resulta más difícil para el jurista, que encuentra no pocas dificultades a la hora de determinar su naturaleza y los posibles efectos para las partes involucradas. Esta afirmación se puede apreciar con mayor claridad si recurrimos al estudio del Derecho comparado:

En un principio, las cartas de patrocinio, cuyo origen —también discutido— se sitúa mayoritariamente en los Estados Unidos<sup>(40)</sup>, fueron concebidas por la jurisprudencia y doctrina anglosajona como meros pactos entre caballeros (*gentlement agreements*), negándose cualquier relevancia jurídica al contacto social que se establece

<sup>(37)</sup> Similares reflexiones se plantea SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1156.

<sup>(38)</sup> Así: DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 723.

<sup>(39)</sup> *ibidem*.

<sup>(40)</sup> Véase en detalle la doctrina estadounidense citada por DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 78, nota 208. También a favor de su origen anglosajón: POULLET, “Remarques terminologiques. Délimitation du sujet de l’étude”, en AA.VV. *Lettres de patronage*, Feduci, Paris-Namur, 1984, p. 22; SEGNI, “La lettre de patronage...”, cit., p. 128. En contra VALENZUELA GARACH, “La “seriedad” de las llamadas cartas de patrocinio”, cit., p. 360, nota 28, que las considera de “indudable raíz francesa”.

entre la persona que la emite y la receptora que concede el crédito. Se consideraba que ese contacto determinaba, únicamente, el nacimiento de un vínculo de orden moral entre emisor y destinatario del cual, a lo sumo, podría desprenderse el compromiso “de honor” por parte de aquél de velar por el buen fin del negocio de crédito en el que son partes el receptor de la misiva y quien en ella aparece como deudor. Esta concepción representa la orientación que siguieron los primeros pronunciamientos de la doctrina y la jurisprudencia en torno al fenómeno<sup>(41)</sup>. No obstante, la evolución “hacia la juridicidad” que las cartas de patrocinio han venido sufriendo en las últimas décadas también ha hecho mella en la doctrina anglosajona, otrora firme defensora de su alcance puramente moral y hoy en día, firme postulante de la idea de que *al menos algunos tipos* de cartas provocan consecuencias en el mundo del Derecho<sup>(42)</sup>.

Y aunque el peso de la tradición, tendente a negar cualquier efecto jurídico al fenómeno del patrocinio en general, sigue condicionando fuertemente muchas actitudes de autores y jueces del mundo anglosajón<sup>(43)</sup> —e incluso, de otros países más cercanos al nuestro—, lo cierto es que la mayor parte de la doctrina europea ha evolucionado hasta posturas justamente contrarias, predicándose hoy en día de forma prácticamente unánime la juridicidad de todas o, cuando menos, de algunas cartas de patrocinio<sup>(44)</sup>.

---

(41) *Vid.* DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 77 y ss.

(42) *Vid.* DIMATTEO/SACASAS, “Credit and value confort instruments: crossing the line from assurance to legally significant reliance and toward a theory of enforceability”, *Baylor Law Review*, 1995, pp. 357 y ss., y bibliografía citada por DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 78, en especial nota 209. En el ordenamiento estadounidense se avanza cada vez más hacia la atribución de efectos jurídicos a estas cartas (en este sentido, también: SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., pp. 44-47). En EEUU, y en otros países como Francia o Bélgica, por influencia de aquél, tanto la doctrina como la jurisprudencia se mostraron inicialmente reacias a admitir que la carta de patrocinio pudiera desplegar efectos jurídicos, atribuyéndole simplemente el carácter de mero pacto entre caballeros sin trascendencia para el mundo del Derecho. No obstante, puede afirmarse que se ha producido una evolución en esta cuestión y que ya existe un amplio sector doctrinal e innumerables pronunciamientos judiciales que admiten la juridicidad de algunos tipos de carta de patrocinio (en detalle, *vid.* DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., pp. 78 y ss.).

(43) *Vid.* bibliografía citada por DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 78, nota 210.

(44) Un claro ejemplo de esto lo constituye la doctrina italiana, que mayoritariamente se manifiesta a favor de la juridicidad de todas las cartas. A la consolidación de esta postura ha contribuido muy especialmente la sentencia del tribunal de Milán de 30 de mayo de 1983, en la que se señalaba de modo expreso que “las declaraciones contenidas en las cartas están dirigidas al intento de hacer surgir vínculos jurídicos entre las partes” [*vid.* el comentario de MAZZONI, “Lettere di patronage, mandato di credito e promessa del fatto del terzo (Comentario a la sentencia del Tribunal de Milán de 30 de mayo de 1983)”, *BBTC*, 1984, pp. 333 y ss.]. No obstante, todavía hoy algunos autores se muestran reticentes a aceptar que las cartas de patrocinio tengan, en general, relevancia para el mundo del Derecho: CHIOMENTI, “Le lettere di conforto”, *Riv. dir. comm.*, 1974, pp. 346 y ss. También (tal y como señala DE CASTRO

Probablemente es esta última posición —la que aboga por la juridicidad de *algunas* cartas de patrocinio— la más extendida actualmente entre la doctrina y la jurisprudencia. Buena prueba de ello es el análisis anteriormente expuesto de las sentencias de nuestro más Alto Tribunal, tan rotundo al reconocer el valor jurídico de algunas cartas de patrocinio, las denominadas “fuertes”, como al negárselo a las llamadas “débiles”, a las que categorizaba como meros compromisos morales.

En cualquier caso, como ya señalábamos, aun cuando esta visión de la juridicidad del fenómeno se corresponde con una postura mayoritaria y tradicionalmente imperante no sólo en el derecho comparado sino también entre nuestra propia jurisprudencia y parte de nuestra doctrina especializada <sup>(45)</sup>, lo cierto es que en la actualidad no se puede considerar ni mucho menos unánime. Antes al contrario, en las últimas décadas han surgido numerosos autores dentro y fuera de nuestras fronteras que han evolucionado hacia posiciones defensoras de un postulado bien distinto: la relevancia jurídica de *todas* las cartas de patrocinio, con independencia del carácter “débil” o “fuerte” de las declaraciones que contengan. Esta última posición viene siendo ampliamente acogida desde hace algunas décadas, por ejemplo, por la doctrina italiana, donde buena parte de sus autores consideran que aquellas cartas que sólo contienen compromisos extrajurídicos o morales tienen un carácter excepcional y que, en términos generales, las declaraciones que incorporan las cartas de patrocinio se producen en el plano jurídico, de tal manera que cuando no aparezca una voluntad distinta, la relación entre patrocinador y destinatario habrá de entenderse como perteneciente a la esfera del Derecho. Así, actualmente la doctrina italiana —también respaldada por su jurisprudencia— entiende de forma mayoritaria que lo que habrá de demostrarse es la voluntad de constituir una mera relación de cortesía entre las partes, y no lo contrario <sup>(46)</sup>.

---

MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 80) la doctrina alemana y suiza se ha manifestado de forma bastante decidida por la “juridificación y contractualización” de las relaciones de patrocinio. Las razones de esta tendencia se relacionan, por lo que se refiere a la “juridificación”, con la frecuencia con que se emplean en Alemania cartas que contienen compromisos explícitos, y en lo que se refiere a la “contractualización”, por la estrecha configuración del ilícito civil que proporcionan los parágrafos 823 y 826 BGB, que determina, en general, una dilatación del instrumento contractual en detrimento de la responsabilidad extracontractual. Sobre esta cuestión *vid.* también SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit. pp. 47 y 48.

<sup>(45)</sup> ARAMENDIA, “La llamada carta de confort...”, cit., pp. 779 y ss., en especial, 781, 805-805 concluye que las cláusulas simplemente declarativas no engendran obligaciones positivas y se mueven en el campo de los compromisos morales; DUQUE, “Las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 719 y ss., en particular, p. 738, admite también la posibilidad de que “el valor de la carta se desenvuelva fuera del derecho”; en sentido similar, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias...”, cit., p. 730.

<sup>(46)</sup> Esta postura seguramente se ha visto influenciada de forma determinante por la decisiva sentencia a la que ya aludíamos antes del Tribunal de Milán, de 30 de mayo de 1983: *Vid.* SEGNI, “La lettre de patronage...”, cit. p. 140; MAZZONI, “Lettere di patronage, mandato di credito...”, cit., pp. 333 y ss., en especial, p. 337; PROSPERETTI, “Profili sistematici...”, cit., pp. 76 y 77. No obstante, esta postura, aunque mayoritaria, como ya señalábamos, no es unánime entre la doctrina italiana: en contra CHIOMENTI, “Le lettere di conforto”, cit., pp. 346 y ss., en especial, pp. 351 y ss.

Esta misma evolución en la concepción del valor jurídico de las cartas de patrocinio se ha podido apreciar también en nuestro país, especialmente en la última década. Así, aun cuando contemos con un importante sector doctrinal que tradicionalmente ha negado la relevancia jurídica de las cartas “débiles” y una jurisprudencia que, aún hoy, sigue defendiendo esa posición, lo cierto es que son cada vez más abundantes y autorizadas las voces que —aunque no al unísono y basándose en distintas argumentaciones— predicán de forma más o menos contundente que *todas* las declaraciones de patrocinio son susceptibles de generar determinados efectos jurídicos<sup>(47)</sup>.

Sin embargo, afirmar la juridicidad de todas las cartas de patrocinio, lógicamente, requiere que de todas ellas (“débiles” y “fuertes”) puedan derivarse efectos jurídicos para las partes. A este fin responden las reflexiones que efectuaremos a continuación, orientadas a identificar, valiéndonos una vez más de los meritorios esfuerzos de la doctrina científica, si existen fundamentos suficientes que permitan respaldar la idea de que todas las cartas de patrocinio tienen relevancia para el mundo del Derecho, deteniéndonos muy especialmente en las cartas “débiles” cuya juridicidad, como ha quedado constatado a la luz de lo expuesto hasta ahora, es la que viene siendo puesta en duda y constituye el principal punto de desencuentro entre las dos posturas que antes apuntábamos<sup>(48)</sup>.

## 2. La discutida juridicidad de las cartas “débiles”

### A) Aproximación a su discutida naturaleza (¿jurídica?)

Como ya apuntábamos anteriormente, la juridicidad de las cartas “débiles” ha sido tradicionalmente negada o, cuando menos, puesta en duda. Un sector importante

---

(47) *Vid. supra* nota 33. En defensa de la tesis de la “juridicidad” de todas las cartas de patrocinio, haciendo especial énfasis en el valor jurídico de las “débiles”, reviste especial interés el ya citado trabajo monográfico de: DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., *passim*. Véase, más detalladamente el desarrollo de esta tesis sobre la juridicidad de las cartas “débiles” desde esta y otras construcciones *infra*. 2 y autores allí citados.

(48) También se han ensayado otras construcciones que podríamos calificar de “intermedias” entre aquellos que niegan la relevancia jurídica de las declaraciones “débiles” y la de quienes la afirman; nos referimos al recurso a la denominada obligación natural: *vid.* SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., p. 74; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 888, 889. Como es sabido, la obligación natural supone la existencia de algunos, pero de no todos los efectos que derivan de la obligación perfecta u obligación civil; por ello se ha invocado su aplicación a las declaraciones de patrocinio “débiles” que se mueven en el dudoso ámbito de lo jurídico y extrajurídico, evitando que se conviertan en algo “inútil”. La obligación natural se conoce tradicionalmente como una figura intermedia entre el simple deber moral y la obligación perfecta, caracterizada por dos notas: la producción de algunos efectos jurídicos, señaladamente la *soluti retentio* y la ausencia de acción para que el acreedor pueda hacer efectiva dicha obligación (*Vid.* DE CASTRO Y BRAVO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1985, pp. 217 y ss.; DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, II, 4.<sup>a</sup> ed., Civitas, Madrid, 1993, pp. 62 y ss.

de nuestra doctrina y de forma unánime nuestra jurisprudencia, parten del principio de que las cartas que contienen declaraciones enunciativas o de hechos carecen de trascendencia jurídica alguna más allá del ámbito de la moralidad o de las conveniencias sociales.

No obstante, como también hemos adelantado, existen numerosas aportaciones doctrinales que, desde distintos argumentos, respaldan que la emisión de este tipo de declaraciones sí puede llegar a desplegar efectos jurídicos para el patrocinador frente al destinatario de la misiva. Desafortunadamente, la unanimidad de este sector doctrinal termina ahí, ya que no existe una posición claramente mayoritaria en torno a la naturaleza de este tipo de cartas ni sobre cuáles son los concretos efectos jurídicos que para su emisor desencadenaría el incumplimiento del pago de la deuda por parte del sujeto patrocinado:

Por un lado, encontramos que las voces que vienen propugnando el valor jurídico de las cartas “débiles” desde esquemas contractuales son cada vez más numerosas tanto fuera como dentro de nuestras fronteras<sup>(49)</sup>. Entre las aportaciones de nuestra doctrina quizá merezca ser destacada la que propugna equiparar la relación jurídica entre patrocinador y receptor de la carta con una relación de colaboración, cuyo esquema jurídico básico estaría representado por el contrato de mandato, más concretamente, el mandato de crédito<sup>(50)</sup>. Se argumenta desde esta postura que “con la invocación del mandato como guía para la reglamentación de las relaciones de patrocinio se pretende demostrar que también en la específica relación de colaboración que se entabla entre el emisor y el receptor de una de estas cartas, el hecho de la realización por otro (el destinatario del documento) de una actividad beneficiosa para el emisor, que éste no puede o no quiere llevar a cabo por sí mismo (la concesión de crédito al tercero), debe determinar el nacimiento a su cargo de una obligación encaminada a mantener indemne al colaborador de los perjuicios que deriven del cumplimiento del encargo”<sup>(51)</sup>.

Se trata éste de un razonamiento muy elaborado que propugna observar el fenómeno del patrocinio de forma global o unitaria, atribuyéndole una única naturaleza jurídica<sup>(52)</sup>, la del contrato de mandato, sin consideraciones ulteriores a la “debilidad”

---

<sup>(49)</sup> En Alemania se ha construido dogmáticamente desde la figura del “contrato de información”: *vid.* OBERMÜLLER, “Die Patronatserklärung”, *cit.*, pp. 20 y ss.

<sup>(50)</sup> Su principal valedor es DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, en especial, pp. 147 y ss., donde recoge un profundo estudio de esta construcción.

<sup>(51)</sup> Puede verse su postura, de forma más concisa, en DE CASTRO MARTÍN, Voz “Carta de patrocinio”, en *Enc. Jur. Básica*, 1995, I, pp. 943 y 944.

<sup>(52)</sup> *Vid. supra* nota 35.

o “fortaleza” de la declaración; y aunque no ha recibido un respaldo doctrinal claro <sup>(53)</sup>, sí ha encontrado una parcial acogida entre nuestra jurisprudencia, como prueba la Sentencia de 2005 (luego respaldada por la más reciente de 2007), donde nuestro Alto Tribunal, como ya señalamos anteriormente, admite que la responsabilidad por el patrocinio se pueda construir analógicamente en determinados casos —que no siempre, a diferencia de lo que se propugna desde la posición doctrinal citada— a partir de instituciones distintas a la fianza tales como el mandato de crédito <sup>(54)</sup>.

Desde argumentos distintos encontramos un grupo autorizado de autores que aun negando que la conducta del que emite una carta de patrocinio “débil” y la del que a su

---

<sup>(53)</sup> Muy críticos con esta construcción: CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, cit. p. 904, afirmando que “si toda declaración de patrocinio fuera mandato de crédito, realmente no sería ni siquiera precisa la carta de patrocinio como tal, ni cumpliría función alguna. Todo crédito a la filial negociado con la matriz o con el socio de referencia constituiría mandato de crédito o el cumplimiento de un mandato de esta clase, siguiendo la lógica del tribunal, sin que importara que *luego* se formalizasen o no por escrito específicas declaraciones de *confort*. (...) si algo debe quedar claro sobre lo que sea una carta de patrocinio de contenido usual es precisamente que no constituye un acuerdo de mandato de crédito”; SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 1163 entiende que no es fácil advertir en todas las cartas un requerimiento de proveer financiación, ni siquiera implícito, e incluso “en caso de que existiese, la entidad de crédito podría negarse legítimamente a conceder la financiación pedida, por lo que no se ve que concurren siquiera los elementos del mandato”; en un sentido similar SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Valor jurídico de las cartas de garantía o cartas de patrocinio. (Comentario a la Sentencia de 18 de octubre de 1984 de la Audiencia Territorial de Madrid)”, *RDBB*, 1985, p. 889, considera que el acreedor actúa, al conceder crédito o contratar con la filial, en su propio interés, obrando en nombre y por cuenta propia, y no como el resultado de un “encargo” del mandante.

<sup>(54)</sup> Desde posturas, aunque no tan desarrolladas, también a favor del valor jurídico-negocial y vinculante para el patrocinador de *todas* las cartas, o cuando menos, de la necesidad de partir de una presunción a favor de su relevancia jurídica: CORTÉS, “Garantías personales y reales”, en Uría-Menéndez, *Curso...*, cit., p. 696, apunta “... mediante su formulación se facilita la concesión de un crédito o financiación al patrocinado, pues dan o aportan una cierta *seguridad* de la que sin la carta carece el destinatario. Por ello mismo debe rechazarse, en términos generales, la posibilidad de que estas cartas carezcan, como a veces se señala, de “seriedad” o de “juridicidad”, es decir, que no produzcan efectos jurídicos (...). Más aún, ni siquiera suelen constituir una iniciativa espontánea de su autor, que en la práctica suele redactarlas, en última instancia, a requerimiento o por exigencia de la entidad de crédito, circunstancia que, al menos cuando concurre, deja, a nuestro juicio, fuera de toda duda el carácter vinculante o, como se suele decir, “fuerte” de estos documentos, alejándolos de su consideración como meras cartas de favor o recomendación (...) o como *gentlement agreements* carentes, en principio, de fuerza jurídica”. En sentido similar SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1166, señala que esa distinción entre “fuertes” y “débiles” tiene una importancia secundaria, ya que la simple constatación o enunciación de un hecho o situación puede ser suficiente para que la carta de patrocinio cumpla con su función de *favorecer* la perfección del negocio de financiación por el que se emite. A su juicio debe presumirse que la emisión de la carta es tenida en cuenta para la concesión del contrato de financiación patrocinado, por lo que debe presumirse la fuerza vinculante de todas ellas, correspondiéndole al patrocinador probar lo contrario; CALVO CARAVACA/BLANCO-MORALES LIMONES, “Las garantías contractuales (fianza, garantías autónomas y cartas de patrocinio...)”, p. 1237 (“ni siquiera en el supuesto de las cartas de patrocinio débiles nos parece pertinente acogerse al cómodo expediente de los *gentlemen’s agreements*”).

recepción otorga o prorroga el crédito al patrocinado puedan ser consideradas como manifestaciones de una relación de naturaleza negocial, admiten sin embargo la relevancia jurídica de la emisión de este tipo de declaraciones, a las que consideran susceptibles de generar una responsabilidad extracontractual en el patrocinador (lógicamente, cuando pudiera demostrarse un nexo de causalidad entre el hecho mismo de su emisión y el perjuicio sufrido por su receptor, tal y como exige nuestro artículo 1902 del CC). No obstante, entre este nutrido grupo de autores encontramos dos líneas de pensamiento diferenciadas: (i) aquellos que atribuyen una responsabilidad de ese carácter para el emisor de esa declaración “débil” en todos los casos en que, a la postre, el deudor no atendiese al pago, y (ii) aquellos —mucho más numerosos— que consideran que sólo en los supuestos de declaraciones “débiles” que resulten luego ser falsas o inexactas, el emisor podrá enfrentarse a una eventual exigencia de responsabilidad extracontractual.

Esta última línea de pensamiento es muy representativa de la evolución que ha sufrido la doctrina anglosajona respecto de la juridicidad de las cartas de patrocinio en general y de las “débiles” en particular. En el sistema del *common law*, el hecho de que una persona interesada en la celebración de un contrato facilite informaciones falsas o inexactas a fin de inducir a otra a concluirlo con un tercero se considera un caso de *misrepresentation*, y resulta sancionable como un daño (*tort*)<sup>(55)</sup>. No es pues extraño que estos autores suelen adjudicar una responsabilidad de tipo extracontractual al emisor de cartas que puedan contener declaraciones falsas o inexactas<sup>(56)</sup>. No obstante, esta idea, como decimos, no sólo ha encontrado predicamento entre la doctrina anglosajona; también en la Europa continental se encuentra muy extendida. De hecho, la mayor parte de nuestra doctrina, a pesar de entender, tal y como antes apuntábamos, que con carácter general este tipo de declaraciones tienen un alcance puramente “moral” o “extrajurídico”, reconocen no obstante que “en todo caso sería posible invocar la responsabilidad extracontractual en que incurre todo sujeto que hace declaraciones falsas”<sup>(57)</sup>.

---

(55) Así lo recoge DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio...*, cit., p. 84. Véanse los autores estadounidenses citados por él.

(56) De hecho, esta posición ha sido sancionada por la jurisprudencia inglesa en el caso *Re Augustus Barnett & Son Ltd*, en el que el patrocinador era la sociedad española RUMASA: Vid. reseña de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Gran Bretaña: sentencia sobre cartas de confort y actuación fraudulenta”, *RDBB*, 1987, pp. 221-223.

(57) DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 755; ARAMENDIA, “La llamada carta de confort...”, cit., p. 789; LÓPEZ URIEL, “Comentario a la sentencia de 16 de diciembre de 1985”, *CCJC*, núm. 10, 1986, p. 3326; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 730; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., pp. 100 y ss. (en especial, 101 y 102).

De responsabilidad “precontractual” o *in contrahendo* en estos casos habla CARRASCO PEREIRA, “Las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 677 y ss. Se trata ésta —la responsabilidad precontractual— de una postura que goza de especial predicamento entre la doctrina italiana, que ha señalado respecto de las

Ahora bien, como señalábamos antes, desde una perspectiva más amplia, en cuanto no se limita al supuesto de declaraciones falsas o inexactas sino que comprende también la valoración de la conducta del patrocinador respecto al patrocinado tras haber emitido la carta, esta misma solución (la responsabilidad extracontractual del patrocinador) ha sido respaldada por un minoritario pero autorizado sector de la doctrina italiana sobre la base de que la declaración de quien induce a un tercero (destinatario) a contratar, seguida de un comportamiento contrario al contenido en tal declaración, constituye un hecho ilícito y, por tanto, fuente de responsabilidad extracontractual<sup>(58)</sup>.

También entre nuestros autores encontramos posturas representativas que, en una línea de pensamiento similar, han fundamentado la responsabilidad del patrocinador en la lesión de la confianza generada y luego defraudada del acreedor destinatario de la carta aun cuando las declaraciones en ella contenidas sean veraces. Se justifica este razonamiento en el argumento de que “el patrocinio funciona como una garantía de la solvencia (antes incluso que del pago) del deudor acreditado. En consecuencia, incluso presuponiendo que las informaciones declaradas en una carta de patrocinio sean veraces y exactas, es apreciable una efectiva responsabilidad subsidiaria del declarante en el supuesto de que la filial acreditada no haga honor a tal solvencia (...). También en este caso —al igual que cuando la carta incluye declaraciones falsas o inexactas— se produce una lesión de la confianza inculpable que la carta ha determinado en su destinatario en relación a un comportamiento inicialmente afirmado y luego violado. Por tanto en este caso de incumplimiento habremos de remitirnos al ámbito de la

---

declaraciones “débiles” que, aun cuando sean emitidas para facilitar la celebración de un contrato, lo más adecuado sería incardinarlas dentro de la cláusula general de la responsabilidad precontractual: MAZZONI, « Lettere di patronage, mandato di credito... », cit., p. 342. Ello, sin embargo, no deja resuelta del todo la cuestión sobre la naturaleza jurídica de la responsabilidad, y deja la pregunta abierta a si el régimen aplicable sería el del artículo 2043 CCI (nuestro art. 1902 del CC) o el artículo 1218 CCI (sobre incumplimiento contractual) (*ibidem*, p. 343), lo que puede predicarse igualmente en nuestro país, donde la doctrina se encuentra enfrentada acerca del carácter contractual o extracontractual de la *culpa in contrahendo*: vid. GARCÍA RUBIO, *La responsabilidad precontractual en el derecho español*, Tecnos, Madrid, 1991; ASUA GONZÁLEZ, *La culpa in contrahendo (Tratamiento en el Derecho alemán y presencia en otros ordenamientos)*, Bilbao, 1989, pp. 247-250 y 270; GÓMEZ CALLE, Voz, “Responsabilidad Precontractual”, *Enciclopedia Jurídica Básica*, IV, Civitas, 1995; MANZANARES SECADES, “La naturaleza de la responsabilidad precontractual o *culpa in contrahendo*”, *ADC*, 1985, pp. 979 y ss.

(58) GALGANO, *Diritto commerciale (L'imprenditore)*, Zanichelli, Bolonia, 2000/2001, pp. 237 y 238, señala que la exclusión de la responsabilidad contractual de la sociedad matriz constituye un rasgo definitorio de la figura del patrocinio, cuya función es cambiar el título de responsabilidad contractual en extracontractual; ATTI, “Il patronage e i gruppi...”, cit. *passim* y en “La responsabilità del “patron” è, dunque, extracontrattuale”, *Contratto e Impresa*, 1986, pp. 41 y ss. No obstante, como señalábamos antes, la jurisprudencia italiana y gran parte de la doctrina de este país, considera que esta hipótesis de la responsabilidad extracontractual sólo es predicable en casos de informaciones no verídicas: MAZZONI, “Lettere di patronage, mandato di credito...”, cit., p. 339. En la doctrina alemana, siguiendo esta misma línea de reflexión: MÜLLER, “Die Haftung der Muttergesellschaft für die Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaft im Aktienrecht”, *ZGR*, 1977, pp. 27 y ss. En la doctrina francesa: COIPEL, “L'aspect moral des lettres de patronage”, en AA.VV. *Les lettres de patronage*, París-Namur, 1986, pp. 34 y ss.

responsabilidad extracontractual, esto es, la lesión de la confianza creada en el receptor”<sup>(59)</sup>.

## B) Juridicidad y valor jurídico-obligacional

Cierto es que nuestra jurisprudencia de forma unánime niega el valor jurídico-obligacional de las cartas “débiles” y que la defensa de su naturaleza negocial sigue siendo todavía hoy minoritaria entre nuestra doctrina. Sin embargo, tal y como a nuestro juicio pone de manifiesto el análisis anteriormente efectuado, de la afirmación de que este tipo de cartas no genera vínculos contractuales (o si se quiere, jurídico-obligacionales) entre patrocinador y destinatario, no se tiene por qué colegir necesariamente que las mismas carecen de relevancia jurídica (predicando, en definitiva, su “ajuridicidad”).

Como bien se ha señalado: una declaración “débil” no es la que carece de efectos jurídicos para las partes, sino aquella cuyos eventuales efectos jurídicos no nacen de una relación jurídico-obligacional generada por una declaración promisorias o de voluntad de llevar a cabo una determinada conducta (obligación de hacer o de no hacer) respecto del patrocinado, o de garantizar el reembolso del crédito al que hace referencia la carta para el caso de que el patrocinado no atienda a su pago (obligación de garantía de pago), sino que sus efectos jurídicos nacen de las reglas de la responsabilidad civil como consecuencia de la confianza suscitada por esa declaración en el tercero, en el caso, claro está, de que se pueda acreditar que ésta se ha visto defraudada<sup>(60)</sup>.

Como hemos tenido ocasión de ver resulta, si no unánime, sí cuando menos mayoritario el parecer, al que nos unimos, de que la falsedad de aquellas declaraciones permitirá exigir una responsabilidad extracontractual —o *in contrahendo*— de su

<sup>(59)</sup> VALENZUELA GARACH, “La “seriedad” de las llamadas cartas de patrocinio...”, cit., pp. 417 y ss. Esta postura tampoco ha quedado exenta de críticas: véase DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio...*, cit., pp. 193 y 196; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 729; DUQUE, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 753. Puede verse un estudio de una temática no idéntica pero muy cercana a la aquí planteada, sobre la responsabilidad de la matriz por la confianza defraudada en el ámbito de los grupos de sociedades sobre la base, no de declaraciones “débiles” contenidas en cartas de patrocinio, sino de declaraciones corporativas de pertenencia o confianza en el grupo (“débiles” por tanto) emitidas a la generalidad (patrocinio *ad incertam personam*), en nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, Civitas, Cizur Menor, 2007, pp. 415 y ss.

<sup>(60)</sup> Nuestras palabras son deudoras de las reflexiones en este sentido de: CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 677 y ss., y en “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, cit., p. 903, quien advierte que: “una declaración débil no es la que no tiene efectos jurídicos cualesquiera, sino aquella cuyos eventuales efectos en el sentido de una obligación no nacen de una declaración de voluntad, sino de las reglas de responsabilidad civil *in contrahendo* como consecuencia de la confianza suscitada por aquella declaración. Una declaración fuerte es aquella que contiene un deber negocial de prestación que nace de una promesa de futuro, aunque no necesariamente se trate de una promesa caracterizable como fianza”.

emisor<sup>(61)</sup>. Incluso también desde voces autorizadas se propugnaba que, aun en ausencia de falsedad o inexactitud en tales declaraciones, podía el destinatario de la carta exigir una responsabilidad extracontractual al patrocinador por los daños que le hubiese causado la confianza —luego defraudada por el impago de la deuda— que en él esa carta había generado hacia la solvencia del deudor patrocinado<sup>(62)</sup>.

Ahora bien, esta última posibilidad, acertada a nuestro juicio cuando menos desde un punto de vista dogmático, se enfrentará sin embargo en la práctica a no pocas dificultades para alcanzar el éxito<sup>(63)</sup>. La principal residirá precisamente en las particulares condiciones subjetivas de su receptor (habitualmente, un banco o entidad crediticia), que dificultarán la tarea de acreditar la generación de tal confianza. Y es que —así lo ha señalado acertadamente nuestra doctrina— va a resultar “difícil probar que para la concesión de un crédito a una filial ha tenido una eficacia decisiva el hecho de que la sociedad dominante emita una carta indicando que se da por enterada de la concesión de ese crédito (refiriéndose el autor a un ejemplo común de carta meramente enunciativa o débil). Y menos aún, que esa confianza exista en quien por su actividad profesional está obligado a actuar con una particular diligencia y con un extremado rigor en todo lo relativo a examinar las circunstancias de solvencia que concurren en la acreditada, deber de comprobación y análisis del riesgo que, en modo alguno, queda relevado por la confianza que una declaración de este tipo pudiera acarrear”<sup>(64)</sup>.

No obstante, a la vista de lo expuesto, cabe confirmar la idea de que las cartas “débiles” no son en absoluto instrumentos “inocuos” o “irrelevantes” para el mundo del Derecho. En cualquier caso, no debemos olvidar que en todos estos supuestos, lo que se resarce no tiene por qué ser el montante de la deuda en sentido estricto (tal y como, en principio, como veremos, sí podría propugnarse de algunas declaraciones de carácter “fuerte”), sino *la medida del daño que puede haber causado al banco esa*

---

(61) *Vid. supra* nota 57.

(62) *Vid. supra* nota 59.

(63) Esta dificultad no la desconocía el principal valedor entre nuestra doctrina de esta posición: VALENZUELA GARACH, “La ‘seriedad’ de las llamadas cartas de patrocinio” cit., p. 419, donde advierte que el contenido “fuerte” o “débil” de la declaración “no será útil tanto para aclarar el problema del título de la responsabilidad, cuanto más bien tendrá una importancia determinante a los efectos de la posible compensación de culpas de los sujetos intervinientes y de la consecuente cuantificación indemnizatoria del daño causado (...) el juego jurídico de la carta de patrocinio podría resultar de la siguiente manera: a mayor ‘fortaleza’ del patrocinio, mayor facilidad de generar en el perjudicado o dañado la falta de confianza inculpable que es tutelada y resarcible”.

(64) SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 729. En términos similares: DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 75, con dudas para fundamentar la responsabilidad extracontractual por la confianza, advierte que: “esta declaración es una base demasiado débil para crear una confianza especial en la entidad acreditante que, por su organización y profesionalidad, está en condiciones de valorar adecuadamente los riesgos que encierra la operación celebrada mediante el análisis de los términos utilizados en la carta de patrocinio”. En un sentido similar DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., p. 196, afirma que la responsabilidad extracontractual como fundamento por la lesión de la confianza del destinatario es difícil de sostener cuando el destinatario de la carta es un banco “dado el plus de diligencia profesional que les es exigible”.

confianza que le ha generado la declaración de patrocinio, que no tiene por qué coincidir con el importe de la deuda referida en la carta.

### 3. El valor jurídico-obligacional de las declaraciones promisorias o “fuertes”

#### A) Aproximación a su discutida naturaleza jurídica

Aun cuando a la luz de lo dicho la juridicidad de las cartas “débiles” parece ganar cada vez más adeptos entre nuestra doctrina, no cabe duda de que el peso de la tradición jurisprudencial y doctrinal que las viene catalogando de meras recomendaciones o compromisos morales sin valor jurídico hace que, en la práctica, lo más habitual sea que este tipo de cartas incorporen junto a declaraciones meramente enunciativas otras de carácter promisorio o “fuerte”<sup>(65)</sup>, respecto de las cuales, esta vez sí, tanto nuestra doctrina jurisprudencial como científica coinciden de forma unánime en predicar su valor jurídico-obligacional.

Desafortunadamente, esta unanimidad se extiende únicamente a esa premisa. Las teorías y construcciones acerca de la naturaleza jurídica de la relación que surge entre patrocinador y beneficiario en este tipo de cartas son numerosas y heterogéneas, defendiendo en muchas ocasiones nuestros autores pareceres enfrentados a nuestra jurisprudencia. En un intento de sintetizar y ordenar los esfuerzos realizados en torno a este tema, podemos llegar a distinguir, sin ánimo de exhaustividad, tres grandes planteamientos:

De un lado, lógicamente, se encuentran de nuevo aquellas posiciones doctrinales a las que ya aludimos al abordar el fenómeno de las cartas “débiles”, en tanto al ofrecer una respuesta jurídica unitaria y global al fenómeno, la misma resultaría igualmente predicable de las “fuertes”. Así, los esquemas contractuales del mandato de crédito<sup>(66)</sup> o los extracontractuales de la responsabilidad por la confianza defraudada<sup>(67)</sup> ya apuntados con anterioridad servirían igualmente, desde la perspectiva de estos autores, para explicar la naturaleza del vínculo y, en su caso, de la responsabilidad que une al patrocinador y al beneficiario de una carta que contenga declaraciones promisorias o “fuertes”.

De otro lado, encontramos aquellas posturas que, desde una posición justamente contraria, entienden que la heterogeneidad del fenómeno impide atribuir a la carta de patrocinio una naturaleza jurídica única que englobe todas sus posibles manifestacio-

---

(65) Como bien señala el profesor DUQUE, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 773, “el efecto de la cláusula más fuerte se atribuye a todo el resto de las cláusulas declarativas que contiene el documento...”.

(66) Vid. DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio, passim* (en especial, pp. 147 y ss.).

(67) Vid. VALENZUELA GARACH, “La “seriedad” de las llamadas cartas de patrocinio”, cit., *passim*, en especial, pp. 417 y ss., y GALGANO, *Diritto commerciale (L'imprenditore)*, cit., pp. 237 y 238.

nes y que merezca una determinada disciplina unitaria<sup>(68)</sup>; se dice que “únicamente existen declaraciones de voluntad emitidas en circunstancias que pudiéramos considerar unificadas por el factor de producirse en un contexto de patrocinio o apoyo”, y que tales declaraciones podrían ser fideusorias (de garantía de pago directo o subsidiario en general, de la deuda) o no fideusorias, pero de carácter negocial en cualquier caso<sup>(69)</sup>; eso sí, se advierte desde esta perspectiva que la carta no será “en ningún caso un negocio jurídico con causa propia. La carta será el simple soporte documental (...) portador de una suma o acumulación de estas declaraciones, que de suyo carecen de una disciplina unitaria”<sup>(70)</sup>, de lo que se colige que “no es preciso acudir al artículo 1255 del CC para justificar la validez de las declaraciones de patrocinio, como si hubiese que dar entrada a una figura negocial atípica, en contra de lo que sostiene la STS de 16 de diciembre de 1985”<sup>(71)</sup>. Desde esta línea de reflexión, por tanto, el que la carta de patrocinio no constituya una figura negocial autónoma implica que cualquiera de ellas puede ser compatible, en función del contenido que en cada caso tenga, con cualquier figura negocial<sup>(72)</sup>, como pueda ser la fianza<sup>(73)</sup>, el mandato de crédito<sup>(74)</sup>, etc.

---

(68) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., p. 647.

(69) *Ibidem*, p. 648. DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del derecho civil patrimonial*, II, cit., p. 467, también admite que este tipo de cartas pueden contener tanto obligaciones no fideusorias como fideusorias o de garantía en sentido estricto. Así distingue entre dos tipos de cartas promisorias: “las cartas en las que la sociedad matriz establece una obligación que no es de asunción de la deuda de la filial, ni del riesgo de pérdidas que pueda sufrir el beneficiario, sino que es una obligación de mantener una conducta dentro de una determinada dirección (por ejemplo, declarar que en el futuro mantendrán la misma participación en la sociedad filial), constituyen casos que representan una *obligación de hacer* para el emisor, obligación cuyo incumplimiento puede generar una determinada responsabilidad por daños y perjuicios que, en el caso de no mantener la conducta prometida, se puedan exigir”; (...) “finalmente se encuentran los casos en que el emite declaro que asume el riesgo de las pérdidas que pueda sufrir el beneficiario, hipótesis en la cual nos encontramos en presencia de una auténtica obligación de garantía, cuyo contenido y efectos dependerán del sentido de las declaraciones existentes y que a falta de norma legal deberá ser del contrato de fianza”.

(70) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., p. 648, advierte que esta postura es la que se acoge con mayor claridad en la doctrina alemana (no tanto en la italiana o española).

(71) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., p. 652.

(72) Desde esta perspectiva, la carta de patrocinio se concibe como un conjunto de declaraciones que no se oponen, distinguen o singularizan frente a figuras negociales ya existentes (ya sea la fianza, ya sea el mandato de crédito, etc.) sino que habrán de clasificarse en su caso como pertenecientes o no a unas u otras figuras (CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., p. 646). En contra, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1163, entiende que su “genérica, unidad jurídica debiera definirse en términos negativos: descansaría en la búsqueda por las partes de una figura radicalmente atípica, a la que no le serían aplicables las normas de la fianza o del mandato de crédito, que se regiría por lo acordado por las partes y, en su defecto, por las normas generales que rigen para las obligaciones y contratos”.

(73) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., pp. 655, 656. En contra SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1163.

(74) CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales: las cartas...”, cit., pp. 658, 659.

Se ha dicho que esta postura se traduce a la postre en negar que las cartas de patrocinio sean un concepto jurídico, sino puramente económico<sup>(75)</sup>, ya que no puede ser reconducido a una categoría jurídica única, sino a la que en cada momento corresponda a la luz de su concreto contenido. Justamente el afán contrario —el de atribuirle una autonomía jurídica propia—, es el que parece informar una tercera y mayoritaria posición doctrinal sobre esta cuestión, ampliamente respaldada no sólo entre nuestros autores, sino también en otros ordenamientos comparados, y que concibe este tipo de cartas como un tipo negocial autónomo, atribuyéndoles una naturaleza jurídica común: la de negocio de garantía personal<sup>(76)</sup>, si bien, sustancialmente *distinto* de las garantías típicas recogidas por nuestro ordenamiento positivo (fianza y aval), distanciándose así del postulado principal del *leading case* de nuestro Tribunal Supremo<sup>(77)</sup>. De esta forma, partiendo de la premisa de que las cartas de patrocinio *no son garantías típicas* (de hecho, aparecen como contrapuestas a la fianza, a la que, se dice, sustituyen<sup>(78)</sup>), surge la pregunta de qué clase de garantía personal constituyen entonces: a esta dificultad responde el catalogarlas de “atípicas”, de garantías “en sentido amplio” o de garantías “impropias”<sup>(79)</sup>.

(75) Así: SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1162.

(76) También hay quienes, dentro de su genérica configuración como negocio de garantía en sentido amplio, ensayan otras construcciones: (i) la de promesa unilateral atípica de garantía (MÜLLER, “Die Haftung der Muttergesellschaft für die Verbindlichkeiten...”, cit., p. 29, habla de la declaración de patrocinio como una promesa unilateral de pago); (ii) promesa del hecho ajeno (defendida por SÁNCHEZ-CALERO, “Garantías bancarias...”, p. 733, si bien, no como solución global, sino para remitir a ella las llamadas declaraciones de patrocinio de apoyo financiero; también DUQUE, “Las cartas...”, p. 759, considera que una declaración fuerte como la de “hacer todo lo necesario para que la filial liquide totalmente sus deudas”, constituiría una promesa de hecho de tercero; en contra: CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales...”, cit., p. 658); (iii) contrato de información (defendida por OBERMÜLLER, “Die Patronatserklärungen”, cit., pp. 20 y ss.); (iv) o contrato a favor de tercero (POULLET, “La lettre de patronage comme forme originale de sureté personnelle”, en AA.VV., *Les lettres de patronage*, Feduci, Paris, 1984, en especial, pp. 66 y ss.; en contra: CARRASCO PERERA, “Las nuevas garantías personales...”, cit., p. 659).

(77) Como decimos, esta contraposición entre patrocinio y fianza ha sido también respaldada por buena parte de la doctrina comparada. Así, la doctrina alemana: SCHNEIDER, “Patronatserklärungen...”, p. 621 y la italiana: SCOTI CAMUZZI, “Le lettere di patrocinio”, cit., p. 157.

(78) SUÁREZ GÓNZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., pp. 12 y 37 especialmente. En un sentido similar, apuntando que las cartas de patrocinio son “una alternativa” a la fianza SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1159.

(79) Tal y como ponen de manifiesto las siguientes palabras: “las cartas de patrocinio se sitúan en general en el marco de las tradicionales garantías personales, ya que están destinadas a asegurar obligaciones de otra persona. La “marginalidad” en que se encuentran permite hacer de las mismas un gran apartado atribuyéndolas el carácter de *garantías personales impropias* cuyo rasgo común es el de la *atipicidad jurídica legal* (...)”: DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., pp. 735; LÓPEZ URIEL, “Las declaraciones de patrocinio y su función de garantía”, cit., pp. 325 y ss. (atribuyendo esta función de garantía a la totalidad del fenómeno, incluso a las cartas “débiles”); SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: cartas de patrocinio”, cit., p. 725, precisa que “no son una garantía bancaria en el sentido estricto (...) sino que constituyen una amplia categoría de declaraciones por la

Desde esta línea de pensamiento se argumenta que el núcleo básico de estas declaraciones de patrocinio se encuentra en el deseo de crear una garantía que imponga al patrocinador “obligaciones menos precisas, menos amplias, más difuminadas que las impuestas al fiador en la fianza o en garantías de carácter personal con una estructura semejante”<sup>(80)</sup>. Y es que, este tipo de cartas no constituyen una garantía del pago de la deuda (como sí lo hace la fianza), sino una garantía de llevar a cabo *una determinada conducta* por parte del patrocinador<sup>(81)</sup>, *la asunción de un compromiso de hacer algo* (una influencia en el comportamiento de la patrocinada para que pague, realizar una ampliación de capital en ésta para que así pueda hacer frente a sus pagos, etc.). Así, en sentido propio se diría que este tipo de cartas *son una garantía del comportamiento propio respecto de otro (el deudor patrocinado), pero no una garantía del pago de una deuda* (que es lo que, en definitiva, representa la fianza)<sup>(82)</sup>. De

---

disparidad en su contenido y en su eficacia como instrumentos de garantía”; en sentido similar en “Valor jurídico de las cartas de garantía o patrocinio...”, cit., pp. 880-883, 886; ARAMENDIA, “La llamada carta de confort...”, cit., p. 780, advierte que encierran una “cuasi garantía o fianza vergonzante o solapada”; VALENZUELA GARACH, “La “seriedad” de las llamadas cartas de patrocinio...”, cit., p. 419, a pesar de considerar que la responsabilidad del patrocinador es extracontractual, admite que la ubicación más adecuada es el ámbito de las garantías personales “atípicas”, y que funcionan más como una “garantía de la solvencia del deudor, que del pago”; CORTÉS, “Garantías personales y reales”, cit., p. 696, las encuadra en el ámbito “al menos *lato sensu*, de las garantías de origen contractual o convencional”; ILLESCAS ORTIZ/PERALES VISCASILLAS, *Derecho Mercantil Internacional. El Derecho Uniforme*, Madrid, 2003, p. 429; ARCOS VIEIRA, *El mandato de crédito*, Aranzadi, Madrid, 1996, p. 265; DOMÍNGUEZ PÉREZ, “Problemática de las cartas de patrocinio. Comentarios a algunos recientes pronunciamientos jurisprudenciales”, *RCDI* núm. 694, 2006, p. 787; HERRERA SÁNCHEZ, “Una reflexión sobre las cartas de patrocinio a la luz de la sentencia del Tribunal Supremo de 30 de junio de 2005”, cit., p. 128. También, en el ámbito comparado la doctrina se manifiesta en un sentido similar: OBERMÜLLER, “Die Patronatserklärung...”, cit., p. 26; ALTENBURGER, *Die Patronatserklärungen als unechte Personalsicherheiten*, Zurich, 1979, *passim*; SEGNI, “La lettre de patronage...”, cit., p. 126; SCHNEIDER, “Patronatserklärungen...”, p. 621; SCOTTI CAMUZZI, “Le lettere di patrocinio”, cit., pp. 158, 160.

<sup>(80)</sup> DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 734.

<sup>(81)</sup> DUQUE, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 733, entiende que “la garantía ofrecida por la carta de patrocinio enlaza con las formas más personalizadas de garantías relacionadas con los antiguos ‘avales’, no en el sentido técnico-jurídico del derecho cambiario, sino en el sentido general, personalizados y basados en las relaciones entre avalante y avalado (...). No se trata, pues, directamente, de que el avalante se comprometa, como garantía personal, a realizar la misma prestación que hubiera tenido que cumplir el obligado avalado” (*ibidem*, p. 734). En una línea de reflexión similar, LÓPEZ URIEL, “Las declaraciones de patrocinio y su función de garantía”, cit., p. 346, y en especial, pp. 349 y ss., donde se adentra en la investigación de las garantías “no de pago”.

<sup>(82)</sup> DUQUE, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 733. Como señala el autor, lo característico de estas cláusulas es que el compromiso del emisor no es el de pagar la deuda de la patrocinada cuando ésta no lo hace, *sino un compromiso de desarrollar una actividad de carácter personal* en relación con la entidad deudora con el fin de que ésta, llegado el vencimiento de la deuda, pueda hacer frente a su obligación de pagar el crédito (*ibidem*, cit., p. 760); SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 733; ARAMENDIA, “La llamada carta de confort...”, cit., pp. 795 y 796, aun admitiendo que la naturaleza jurídica de la carta guarda una notable semejanza con la garantía clásica (la fianza), existen diferencias, y reflexiona sobre ellas.

hecho, se afirma incluso que las cartas que contienen obligaciones asimilables a la fianza, no son “verdaderas” cartas de patrocinio<sup>(83)</sup>.

Cabe por último apuntar que, en una línea de reflexión similar, existen recientes construcciones dogmáticas que, aun cuando se niegan a categorizar este fenómeno dentro de los negocios de garantía, insisten igualmente en que en *ningún caso* estas cartas pueden considerarse como promesas fideusorias por ser precisamente la carta de patrocinio una alternativa a aquéllas<sup>(84)</sup>; además, estas construcciones respaldan, si cabe con más vigor, la tesis mayoritaria de que la figura del patrocinio constituye un tipo negocial autónomo y atípico, proponiendo caracterizar la figura como un “contrato unilateral atípico, autónomo y accesorio de un contrato de financiación”<sup>(85)</sup>.

Ciertamente, si tuviéramos que confrontar la posición de nuestro más Alto Tribunal acerca de la naturaleza jurídica de las cartas de patrocinio con las distintas posturas brevemente analizadas, podríamos colegir que nuestro juzgador en sus dos últimos pronunciamientos no ha acogido ninguna de aquellas posturas, si bien, tampoco ha promovido una línea de reflexión distinta sino que —por lo que se trasluce de las pocas palabras que dedica a esta cuestión— parece haber optado por aglutinar varias de las concepciones expuestas:

Por un lado, aunque en un principio identifica el fenómeno de las cartas de patrocinio “fuertes” con la fianza (así, en su sentencia de 1985), en sus dos pronunciamientos posteriores amplía, como ya veíamos, ese horizonte normativo admitiendo que el fenómeno tiene “un encuadramiento específico en alguna de las firmas negociales o categorías contractuales tipificadas en el ordenamiento jurídico como contrato de garantía, o como contrato a favor de terceros, o como promesa de crédito, criterio seguido por nuestro Tribunal Supremo en la sentencia de 16 diciembre de 1985, que lo refiere al contrato de fianza”, pudiéndose también acudir “a la asimilación con otras figuras contractuales”, como puede resultar de asimilar “las relaciones derivadas de la emisión de las cartas de patrocinio y las relaciones típicas del mandato”. Así, *a priori*, podría parecer que con ello nuestro Alto Tribunal acoge la segunda de las posturas doctrinales planteadas, que negaba, recordemos, que este fenómeno fuera una figura

---

(83) SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., pp. 30 y 184, y en sentido similar *vid. nota infra*.

(84) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 1159, considera que la promesa de pagar directamente al acreedor la cantidad debida en caso de que la filial no cumpla es, sencillamente, una fianza sin derecho de excusión, y “toda declaración que contenga una obligación fideusoria no puede calificarse así mismo como carta de patrocinio, por ser éstas una alternativa a las primeras”; para el autor, “aquellas declaraciones que contengan o de las que se deduzca tal obligación fideusoria, deben ser calificadas directamente como una fianza, eludiendo el peaje inútil e innecesario de calificarlas previamente como cartas de patrocinio” (p. 1163).

(85) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 1163 y 1664, donde advierte que con las cartas las partes lo que buscan es “una figura radicalmente atípica”.

negocial con causa propia sino una mera aglutinación de declaraciones cuyo contenido había que interpretar y calificar en su caso como pertenecientes o no a unas u otras figuras ya previstas en nuestro ordenamiento<sup>(86)</sup>.

Sin embargo, la Sala, no se queda en esta reflexión, sino que *también* reconoce a este tipo de cartas —siguiendo en este sentido a la mayor parte de la doctrina—, un grado de autonomía jurídica propia catalogándolas de “contratos de garantía atípicos”<sup>(87)</sup>, a lo que se suma el recurso que hace al artículo 1255 del CC como argumento justificativo de la validez de las declaraciones de patrocinio “como si hubiese que dar entrada a una figura negocial atípica”<sup>(88)</sup>. Parece en consecuencia que la “atipicidad” que el Alto Tribunal atribuye a la figura es de carácter “relativo”<sup>(89)</sup>, en tanto luego, a la postre, acaba asimilando o reconduciendo la carta de patrocinio a figuras típicas como la fianza, el contrato a favor de tercero, etc.<sup>(90)</sup>.

B) La responsabilidad del patrocinador (en especial, la responsabilidad derivada del incumplimiento de obligaciones de hacer)

Parece que, aunque la naturaleza jurídica de la carta de patrocinio sigue siendo una cuestión abierta entre nuestra doctrina científica, se puede partir del principio de que las que contienen declaraciones promisorias (y en esto, coinciden de forma prácticamente unánime doctrina y jurisprudencia, tanto española como comparada) hacen nacer un vínculo negocial entre patrocinador y beneficiario que origina para aquél una serie de obligaciones. A decir de unos, como hemos visto, estas obligaciones del

---

(86) Así, veámos, CARRASCO PERERA, “Las cartas de patrocinio”, cit., *passim*.

(87) Tal y como ya indicábamos *supra* II, así catalogaban al fenómeno las sentencias de 30 de junio de 2005 y 13 de febrero de 2007.

(88) Así lo señala críticamente CARRASCO PERERA, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 652. El recurso al argumento al artículo 1255 del CC se encuentra presente en las tres sentencias de nuestro Alto Tribunal.

(89) Tal y como señala SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 1158. Se trataría por tanto, siguiendo la terminología empleada por el profesor Ferri, a la que aquel autor se remite, de una atipicidad de segundo grado o relativa como contrapuesta a la atipicidad de primer grado o absoluta (*vid.* FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Giuffrè, Milán, 1966). Sobre contratos financieros atípicos, contratos mixtos y uniones de contratos véase: GARCÍA VILLAVARDE, “Tipicidad contractual y contratos de financiación”, en (dirs.) Alonso Ureba et al., *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías del mercado financiero*, 1990, pp. 3 y ss., en especial, pp. 10-12.

(90) La concepción como verdaderamente “atípica” de la figura, defendida de forma rotunda por SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., en especial, p. 1163, impediría que le resultasen de aplicación las normas de las garantías personales típicas, siquiera por analogía, de tal forma que las lagunas que pudieran existir en la misma deberían ser cubiertas por la aplicación de la norma general de obligaciones y contratos (*ibídem*, pp. 1159 y ss., en especial, p. 1163).

patrocinador frente al patrocinado serán, propiamente, obligaciones de hacer (que consisten básicamente en desplegar o desarrollar una determinada conducta respecto del deudor patrocinado); a decir de otros, podrán encerrar tanto aquellas obligaciones de hacer, como obligaciones fideusorias o de garantía en sentido estricto (que conlleven la obligación de pagar o reembolsar la deuda al beneficiario de la carta, asimilables por tanto a la fianza).

Dejando de lado la polémica cuestión dogmática sobre si las que incorporan declaraciones reconducibles a una fianza son o no “verdaderas” declaraciones de patrocinio, lo cierto es que, si de la interpretación de sus cláusulas llegara a deducirse que tienen aquella naturaleza, el alcance o los efectos jurídicos derivados de ellas será claro: el patrocinador quedará obligado a pagar subsidiariamente la deuda garantizada en la carta *ex* artículo 1822 del CC (siguiendo la misma lógica, caso de constituir tales declaraciones un mandato de crédito, el patrocinador quedaría obligado a una responsabilidad propia del mandante *ex* art. 1729 del CC, etc.)<sup>(91)</sup>.

En cualquier caso creemos que, en la práctica, la posibilidad de reconducir una carta de crédito “fuerte” a una fianza resultará bastante remota<sup>(92)</sup>. Y es que, como ya indicamos al principio de este trabajo, lo que se busca con las cartas de patrocinio es, precisamente, eludir cualquier voluntad fideusoria, lo que no se consigue emitiendo declaraciones que impliquen a la postre, una obligación de ese carácter. Así, desde esta perspectiva, podríamos decir que resultaría más apropiado hablar no ya de cartas “falsas” cuando aquéllas incorporan una fianza, sino de cartas “inusuales” o “atípicas” (no en el sentido técnico-jurídico) en el tráfico, por cuanto precisamente acoger obligaciones de tal carácter (reembolso o pago) va en contra de la finalidad misma que originó el nacimiento del fenómeno. De ahí que sean las cartas en las que la entidad patrocinadora asume una obligación de hacer, generalmente, de mantener una conducta dentro de una determinada dirección respecto al deudor patrocinado —así, por ejemplo, que ejercerá influencia sobre la filial patrocinada o que no se perjudicará su situación financiera—, las que, por las razones ya indicadas, resulten ser más habituales.

Sin embargo, una vez más la naturaleza de estas obligaciones de hacer ha sido objeto de polémica entre dos sectores de nuestra doctrina especializada: mientras unos

---

<sup>(91)</sup> CARRASCO PERERA, “Cartas de patrocinio y garantías independientes en el concurso”, en *RCP*, núm. 4, 2006, p. 97, señala que el mandante de crédito responde sustancialmente como un fiador. En contra: DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio*, cit., pp. 180 y ss.

<sup>(92)</sup> Más que remota, a SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 733, le resulta contradictoria (“puesto que supone una ignorancia flagrante de una de las principales justificaciones para la existencia de las cartas de patrocinio: la voluntad de evitar una fianza o cualquier otra modalidad de garantía que conlleve una directa vinculación del garante al cumplimiento de la obligación garantizada”).

las consideran obligaciones de medios<sup>(93)</sup>, otros, obligaciones de resultados<sup>(94)</sup>. Ello, en definitiva, plantea la discusión de si lo que debe hacer y por lo que debe responder el patrocinador es por la actuación que se ha comprometido a desarrollar, o por el pago o reembolso de la deuda.

A diferencia de lo que ocurría respecto a la compleja problemática de la naturaleza jurídica del fenómeno, la jurisprudencia ha venido, esta vez sí, a terciar de forma clara en esta discusión afirmando que este tipo de obligaciones son caracterizables como obligaciones de medios (así, con rotundidad en la sentencia de 2005). Sin embargo, los efectos jurídicos que, a juicio de nuestro más Alto Tribunal, desencadena su incumplimiento, no han recibido el respaldo de nuestra doctrina: mientras la Sala fundamenta esa responsabilidad del patrocinador por incumplir sus deberes de conducta en el artículo 1902 del CC<sup>(95)</sup>, una parte representativa de nuestros autores considera más adecuado entender que el fundamento de esa responsabilidad se encuentra en el artículo 1107 del CC<sup>(96)</sup>.

---

<sup>(93)</sup> Muy interesante es la postura que desarrolló el profesor DUQUE, “Las cartas de patrocinio”, cit., pp. 762-767, quien, antes del pronunciamiento de nuestro Tribunal Supremo de 2005, ya apuntó que este tipo de declaraciones constituían obligaciones de medios, si bien, matizó su postura acudiendo a una categoría propia de la doctrina francesa que cataloga a las obligaciones de hacer que incorpora la carta de patrocinio “fuerte” como *obligaciones de resultado mediatizado* (esta categoría la recoge el profesor Duque siguiendo a Bellis). Ello significa que “los medios descritos no son objeto directo y final de la voluntad de quienes han constituido la relación obligatoria, sino que lo son porque, normalmente, su existencia conduce a la realización de otro resultado posterior, que es, en verdad, el contenido de la obligación. Ese contenido o resultado económico es al que realmente aspiran las partes”. Las consecuencias que tendría tal caracterización se podrían de manifiesto en el campo de la prueba: “si el resultado final perseguido por las partes —el reembolso— no se cumple, hay la presunción de que el obligado a poner los medios para que el reembolso se produjera a tiempo no lo ha hecho (o lo ha hecho con negligencia). La presunción no es una presunción *iuris et de iure*. (...). Es decir, la sociedad patrocinante tiene que probar que ha puesto los medios con la debida diligencia, pero que una causa extraña a su voluntad ha impedido que se alcanzara el resultado final”. No obstante, “cuando no pueda precisarse el hecho que produjo la falta de cumplimiento final del patrocinado, el riesgo del daño procedente de causa desconocida continuará corriendo para la entidad patrocinante”.

<sup>(94)</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., p. 735, entiende que las promesas de reembolso por parte de la filial constituyen una obligación de resultado y no, simplemente, la obligación para la sociedad emisora de poner los medios necesarios para que su filial lleve a cabo ese reembolso.

<sup>(95)</sup> *Vid.* Fundamento de derecho primero de la sentencia de 30 de junio de 2005 (también la sentencia de la AP Barcelona, de 28 de enero de 2002). Entre nuestra doctrina, conforme con la naturaleza extracontractual de la responsabilidad, como ya vimos: VALENZUELA GARACH, “La ‘seriedad’ de las llamadas cartas de patrocinio”, cit., p. 347.

<sup>(96)</sup> SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., pp. 1170, 1171, señala que “la responsabilidad del patrocinador, al no ser un garante del pago de la deuda, sólo se va a dar cuando, habiendo incumplido el patrocinado, no haya cumplido con la obligación que asumió en la carta de patrocinio (por ejemplo, incumplimiento del pago derivado del contrato de financiación, habiendo cumplido en patrocinador su compromiso de suscribir una ampliación de capital), y tal responsabilidad descansará en el artículo 1107 del CC”. Fundamentando también la responsabilidad del patrocinador en el mencionado precepto: CALVO CARAVACA y BLANCO-MORALES LIMONES, “Las garantías contractuales (fianza, garantías autónomas y cartas de patrocinio...)”, cit., p. 1238; CORTÉS, “Garantías personales y reales”, en Uría/Menéndez, *Curso...*, cit., p. 696.

## V. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA DELIMITACIÓN DEL ÁMBITO SUBJETIVO DE LAS CARTAS DE PATROCINIO

### 1. Elementos subjetivos de las relaciones de patrocinio: algunas reflexiones críticas

Como se desprende de la doctrina jurisprudencial comentada anteriormente, nuestro Tribunal Supremo vincula la eficacia jurídica de las declaraciones de patrocinio a un presupuesto subjetivo muy concreto: que el otorgante de la misiva sea una sociedad matriz y que la entidad patrocinada sea una de sus filiales que, además, deberá estar sometida al control o dominio de aquélla<sup>(97)</sup>.

Nuevamente, nuestra doctrina mayoritaria y la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo vuelven a discrepar en torno a este extremo: nuestros autores, a los que nos unimos, coinciden casi unánimemente en negar la esencialidad de dicha vinculación, reconociendo que si bien ese es el más habitual de los casos, el fenómeno del patrocinio puede tener lugar fuera del ámbito de los grupos de sociedades<sup>(98)</sup>. Y aunque se diese dentro de éstos —añadiríamos nosotros—, podría tener lugar fuera del específico caso de relación bilateral matriz/filial que exige el Tribunal, quedando por tanto, dentro de un mismo grupo, abiertas las posibilidades a otras formas de prestar apoyo: así, las cartas emitidas por una filial en beneficio de su matriz, las cartas emitidas por una filial respecto de otra, las que se emiten dentro de los denominados grupos por coordinación<sup>(99)</sup>, o las otorgadas por un socio o un tercero ajeno al deudor<sup>(100)</sup>.

Consideramos así que aunque las cartas de patrocinio expresen generalmente una relación de afiliación dentro de un grupo entre la entidad patrocinante y la patrocinada, en principio no debiera haber inconveniente en considerar que también puedan responder en sentido amplio a una situación de mera “asociación o corresponsalía” entre el

---

<sup>(97)</sup> *Vid.* STS de 16 de diciembre 1985 (Fundamento quinto), STS de 30 de junio de 2005 (Fundamento primero) y STS de 13 de febrero de 2007 (Fundamento cuarto).

<sup>(98)</sup> No obstante, en contra de la doctrina mayoritaria, la relación —casi podríamos decir— “indisoluble” que existe entre las cartas de patrocinio y los grupos de sociedades ha sido afirmada por parte de nuestra doctrina: LÓPEZ URIEL, “Las declaraciones de patrocinio y su función de garantía”, cit., p. 325, afirma que “las cartas de patrocinio, en sentido propio, sólo pueden tener significación y eficacia completas dentro de otro fenómeno también moderno: los grupos de sociedades”.

<sup>(99)</sup> En este sentido, también, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 1156.

<sup>(100)</sup> Como señala CARRASCO PERERA, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 654: “si el control societario no existe entre la emisora y la sociedad deudora, seguramente dejarán de tener sentido algunas declaraciones típicamente contenidas en estas cartas de patrocinio, como pueden ser las declarativas del ejercicio de influencia o los compromisos relativos al desprendimiento del paquete accionarial. Pero no existe justificación para negar que un socio minoritario o un tercero ajeno al deudor puedan comprometerse a prestar su apoyo financiero para que, llegado el caso, el deudor pueda cumplir”. Incluso, parte de la doctrina entiende que no existe inconveniente alguno en admitir que las cartas de patrocinio surjan incluso entre personas físicas: VALENZUELA GARACH, “La ‘seriedad’ de las llamadas cartas de patrocinio”, cit., pp. 370 y ss.

patrocinador y el patrocinado<sup>(101)</sup>. De hecho, aunque lo habitual sea que la sociedad matriz emita la carta para reforzar la posición de la filial frente al banco, parte de nuestra jurisprudencia admite que “puede suceder que sea el banco el que la emita para reforzar la posición de un cliente”<sup>(102)</sup>. Incluso, “pueden concebirse situaciones en que una carta de patrocinio es emitida sin que exista ningún vínculo entre patrocinante y patrocinado, aunque se den otras formas de cooperación fruto de la cual nazca un común interés en la realización de la operación patrocinada”<sup>(103)</sup>.

Otra cuestión adicional que se plantea en relación con el ámbito subjetivo de las cartas de patrocinio es la que se refiere a la individualización del acreedor destinatario de la misiva como presupuesto configurador del fenómeno. Se dice que las cartas de patrocinio deben estar dirigidas a un determinado acreedor, y no al público en general<sup>(104)</sup>, lo que implicaría dejar de considerar en este contexto la problemática que suscitan las declaraciones que conforman los denominados “anuncios de patrocinio”,

---

(101) DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 721. Y es que, como ya se ha señalado (DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio...*, cit., pp. 21 y 22) “la amplitud de los contornos del fenómeno del patrocinio permite considerar la existencia de cartas que no se circunscriben al ámbito de las relaciones de financiación entre las sociedades pertenecientes a un grupo y las entidades de crédito. La práctica conoce, en efecto, cartas de patrocinio enviadas por una sociedad comercial o industrial, o incluso por una entidad de crédito”. Ocurre así en el primer supuesto de relaciones de patrocinio que se planteó ante nuestro Tribunal Supremo (cfr. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Garantías bancarias: las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 721 y 722). También en otros resueltos por la jurisprudencia extranjera: vid. DE CASTRO MARTÍN, *Las cartas de patrocinio...*, cit., p. 22, nota 20, donde el autor señala que no necesariamente en todas concurre la condición de cabeza de un grupo. Apunta el autor que se dan también supuestos de cartas firmadas por simples accionistas, minoritarios y sin posición de control, de la sociedad que pretende cerrar un contrato, ya sea éste de financiación o de alguno de los tipos antes señalados. No faltan por último —señala— documentos de patrocinio cuyos destinatarios no son bancos o entidades de crédito ni acreedores individuales (potenciales o actuales) de alguna de las sociedades de un grupo, sino terceros no acreedores, organismos públicos, un círculo determinado de personas, o incluso, toda la comunidad” (*ibidem*, p. 23 y notas al pie explicativas de cada uno de esos supuestos). También a juicio de CARRASCO PERERA, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 654, la restricción del Tribunal Supremo es injustificada; en sentido similar: VALENZUELA GARACH, “La ‘seriedad’ de las llamadas cartas de patrocinio...”, cit., pp. 371 a 376; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Las declaraciones de patrocinio*, cit., p. 109, quien las admite sin que exista un grupo como tal, simplemente con que exista una participación de una sociedad en otra, “sin que lleguen a constituir un grupo en sentido estricto”. En este mismo sentido, también parte importante de la doctrina comparada: MAZZONI, “Lettere di patronage, mandato di credito...”, cit., pp. 16, 32, 55; LUTTER, “La responsabilité civile dans le groupe de sociétés”, *Rev. Soc.*, 1981, p. 699.

(102) Así, la SAP Madrid de 18 de octubre de 1984, con nota de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Valor jurídico de las cartas...”, cit., p. 871 y ss.

(103) CALVO CARAVACA/BLANCO-MORALES LIMONES, “Las garantías contractuales (fianza, garantías autónomas y cartas de patrocinio...)”, cit., p. 1234.

(104) La “carta de patrocinio es una declaración referida a una operación individual y no a declaraciones públicas de patrocinio”: DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 727.

o las que, más correctamente, denomina la doctrina alemana —que viene prestando desde hace ya varios años una especial atención a este fenómeno— “declaraciones de patrocinio emitidas a la generalidad o *ad incertas personas*”<sup>(105)</sup>.

Aunque parte de nuestra doctrina insiste en distinguir la problemática de estas declaraciones de las aquí referidas<sup>(106)</sup>, lo cierto es que la problemática de ambas transcurre, en algunos aspectos, paralela. Se tratan estas últimas de declaraciones públicas que suelen emitirse también de forma muy generalizada en el seno de los grupos de sociedades<sup>(107)</sup>, y no están dirigidas a un acreedor determinado, tal y como ocurre en las cartas de patrocinio objeto de este estudio (que siempre quedan referidas a una operación en la que el destinatario de la carta es un acreedor concreto, normalmente, una entidad bancaria). Sin embargo, ello no es óbice para poder incluir dentro del fenómeno del patrocinio y de su problemática jurídica también a ese tipo de declaraciones emitidas a una generalidad de sujetos (acreedores potenciales, clientes, etc.), que vendría a constituir una suerte de *subtipo o clase* de declaraciones de patrocinio.

No obstante lo dicho, los elementos que distinguen este tipo de declaraciones *ad incertas personas* de las contenidas en las cartas aquí comentadas [básicamente: (i) la concreción o no de la persona a la que se dirige la declaración; (ii) la condición o cualidad de los sujetos a quienes se dirigen, y (iii) el contenido que suelen incorporar (distinto en cuanto a la concreción y alcance de las manifestaciones que suelen emitirse en ambos casos)], aconsejan que ambos tipos de declaraciones de patrocinio sean objeto de estudios separados. Y es que, abordar aquel fenómeno requerirá considerar las peculiaridades que conlleva la construcción de los presupuestos de una potencial responsabilidad del patrocinador frente a un grupo indeterminado de sujetos y, muy especialmente, la especificidad y relevancia que en este contexto alcanza el fenómeno del grupo y la “confianza” que éste suscita frente a terceros (que, en estos supuestos, no son acreedores profesionales, como sí ocurre en el caso de las cartas de patrocinio)<sup>(108)</sup>.

---

(105) SCHNEIDER, “Patronatserklärungen gegenüber Allgemeinheit”, ZIP, 1989, pp. 623 y ss.; HABERSACK “Patronatserklärung ad incertas personas”, ZIP, 1996, pp. 257 y ss. (en especial, 259 y ss.); THIEKÖTTER, *Die Patronatserklärung ad incertas personas (Eine Untersuchung der Patronatserklärung in den Geschäftsberichten der Grossbanken)*, Peter Lang, 1999, p. 39.

(106) *Vid. supra* nota 104.

(107) Aunque, CARRASCO PERERA, “Las cartas de patrocinio...”, cit., p. 654, señala que “una declaración de patrocinio financiero es también aquella por la que una entidad de crédito declara, incluso *ad incertam personam*, que el sujeto al que se refiere la declaración (que puede ser incluso un consumidor) goza de crédito y que hasta el presente ha venido cumpliendo regularmente sus obligaciones con el declarante”.

(108) Véase nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores*, cit., pp. 415 y ss., en especial, pp. 424 y ss.

## 2. Cartas de patrocinio: entre el derecho de obligaciones y el derecho de grupos

La presencia del grupo de sociedades y la emisión de la carta en su contexto no es un elemento totalmente inocuo. Nosotros consideramos que la emisión de este tipo de misivas en el ámbito de un grupo es, *per se*, jurídicamente relevante, tal y como tendremos ocasión de apuntar. Sin embargo, ello nada tiene que ver con la afirmación de que este fenómeno “sólo” existe propiamente como tal “en los vínculos económicos y normativos existentes entre una sociedad cabeza de grupo y sus afiliadas”<sup>(109)</sup>.

Esa afirmación y la vinculación indisoluble entre grupos y cartas de patrocinio que plantea nuestra jurisprudencia al abordar su régimen suscita una problemática muy específica y con una trascendencia mucho mayor de la que probablemente el Tribunal tenga en mente y que atañe a los fundamentos del régimen jurídico del fenómeno mismo: la de determinar si el patrocinante está llamado a responder por las declaraciones efectuadas desde las *reglas de derecho común* (responsabilidad contractual o extracontractual) o, si su responsabilidad debe abordarse desde una perspectiva diversa que acerque la disciplina de aquella responsabilidad a las especialidades propias del *derecho de grupos*.

Se trata en definitiva, de dilucidar una cuestión dogmática esencial, cual es la de determinar *dónde debe incardinarse correctamente el fenómeno*, en el derecho de grupos o en el derecho de obligaciones; dicho de otro modo: supone identificar si la fuerza vinculante del patrocinio nace o responde a las reglas del derecho común o si, por el contrario, obedece a las reglas societarias que regulan las relaciones de dependencia y grupo (y a una potencial responsabilidad de la matriz por las deudas impagadas de sus filiales).

Esta problemática se ha visto, si cabe, agravada aún más por la cuestionable sentencia de 30 de junio de 2005, donde el Tribunal, como bien ha señalado ya nuestra doctrina, parece fundamentarse más en la relación societaria de control que existe entre patrocinador y patrocinado a la hora de declarar la responsabilidad de aquél frente a éste que, propiamente, en el contenido y significado de las cláusulas de patrocinio contenidas en el documento<sup>(110)</sup>.

A nuestro juicio, del estudio que hemos efectuado se puede colegir con claridad que, aun cuando existen numerosas divergencias y desencuentros entre nuestra doctrina científica a la hora de determinar la “juridicidad” misma del fenómeno y la naturaleza jurídica del vínculo negocial que el mismo genera, *todos* ellos coinciden en reconducir la responsabilidad del patrocinador que potencialmente pueda derivarse de estas cartas bien a la responsabilidad (contractual) derivada de nuestro derecho común de obligaciones y contratos, bien a la responsabilidad (extracontractual) de nuestro derecho común de daños, *nunca* a las potenciales responsabilidades que por aplicación de

---

<sup>(109)</sup> Vid. el Fundamento segundo de la sentencia de 16 de diciembre de 1985.

<sup>(110)</sup> CARRASCO PERERA, “Comentario a la STS de 30 de junio de 2005...”, cit., p. 903 (*vid. supra* III).

las instituciones de derecho societario pudieran derivarse de la relación que une a las sociedades matriz y filial (más concretamente, a las responsabilidades derivadas del ejercicio de la dirección unitaria de aquélla sobre ésta)<sup>(111)</sup>.

Dicho esto, no cabe sino concluir que lo dogmáticamente correcto es situar la problemática del fenómeno aquí abordado en nuestro derecho común. Ahora bien, ello no es óbice, reiteramos, para afirmar con rotundidad que la emisión de cartas de patrocinio en el contexto de los grupos de sociedades no es un elemento del todo inocuo para el mundo del Derecho. Y es que, como bien ha señalado la doctrina italiana, a partir de una carta de patrocinio *pueden surgir* dos tipos de responsabilidades: (i) por un lado, la responsabilidad por las declaraciones derivadas del derecho común de los contratos o de la responsabilidad civil; (ii) por el otro, la responsabilidad por el ejercicio de un poder de dominio societario (*rectius*, de su ejercicio abusivo y perjudicial), y particularmente, por el ejercicio de la dirección unitaria en el ámbito de los grupos de sociedades (máxime en aquellos países que prevean un régimen *ad hoc* para este fenómeno empresarial)<sup>(112)</sup>. Sin embargo, la responsabilidad *propia* del fenómeno del patrocinio es aquélla (del derecho común), mientras ésta (del derecho societario) sólo llegaría a ser, a lo sumo, una suerte de responsabilidad “derivada” o “indirecta”, esto es, una responsabilidad societaria cuyos presupuestos habrían sido acreditados valiéndonos de la existencia de una carta de patrocinio y los extremos que en el contexto de la problemática propia de los grupos de sociedades —como veremos— tales cartas acreditan.

De esta forma, aunque ambos planos de responsabilidad puedan aparecer ligados, son *conceptualmente distintos* y las responsabilidades que puedan derivarse de cada uno de ellos se encuentran vinculadas a presupuestos y hechos diferentes, por lo que ninguno de aquellos planos es la causa directa y determinante de la responsabilidad derivada del otro: ni la existencia del grupo es —mejor dicho, no debiera ser— presupuesto de ineludible cumplimiento para que pueda desencadenarse la responsabilidad propiamente derivada del patrocinio, ni la existencia de una carta de patrocinio es presupuesto configurador de una específica responsabilidad en el seno de los grupos de sociedades.

Ahora bien, como apuntábamos, aunque la emisión de una carta de patrocinio en el seno de nuestro ordenamiento societario no constituye un presupuesto, *per se*, para extender la responsabilidad a la matriz de forma automática por la deuda de su filial referida en la carta, es cierto que tal emisión sí puede llegar a producir un efecto

---

(111) Véase nuestro trabajo sobre la responsabilidad por la dirección unitaria: *Grupos de sociedades y protección de acreedores*, cit., *passim*. También consúltese, monográficamente: EMBID IRUJO, *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios: la tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Ministerio de Justicia, Madrid, 1987; GIRGADO PERANDONES, *La responsabilidad de la sociedad matriz y de los administradores en una empresa de grupo*, Marcial Pons, Madrid, 2002; DE ARRIBA FERNÁNDEZ, *Derecho de grupos de sociedades*, Civitas, Madrid, 2004; MARTÍNEZ MACHUCA, *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1999.

(112) MAZZONI, « Lettere di patronage, mandato di credito... », cit., p. 379.

importantísimo en el contexto de la responsabilidad societaria en el seno de los grupos de sociedades, incluso, en ordenamientos como el nuestro, donde no contamos con instrumentos legislativos que prevean específicamente una responsabilidad de la matriz por el ejercicio de la dirección unitaria sobre sus filiales<sup>(113)</sup>. Y es que, la emisión de una carta de patrocinio produce un efecto, si se quiere, “informativo” de la existencia misma del grupo que no es nada desdeñable, en tanto constituye una prueba contundente de que la patrocinadora (de ser el caso) ocupa la posición de matriz y ejerce un poder de dirección unitaria sobre todos los miembros de ese grupo de sociedades (de los cuales, presumimos, uno es el deudor patrocinado), aspectos éstos que, debido a la falta de publicidad legal de los grupos en nuestro ordenamiento, no siempre resultan fáciles de acreditar para los acreedores impagados de las filiales presuntamente dañadas por el ejercicio (abusivo) de aquel poder de dirección unitaria<sup>(114)</sup>.

## VI. CONCLUSIONES

A la vista de todo lo expuesto, entendemos que abordar la juridicidad del fenómeno del patrocinio requiere partir de la premisa de que *todas* las declaraciones de patrocinio, incluso aquéllas denominadas “débiles”, tienen relevancia para el mundo del Derecho y su emisión en el contexto aquí abordado puede desencadenar responsabilidades de distinto carácter para el patrocinador.

Desafortunadamente, las consecuencias jurídicas concretas que la emisión de estas cartas pueda tener para las partes siguen siendo ambiguas, alimentando una inseguridad jurídica en torno al fenómeno que, paradójicamente, constituye, si no la principal, una de las principales claves de su éxito en el tráfico mercantil.

Tal ambigüedad reside en las dificultades dogmáticas que plantea el estudio de la naturaleza jurídica de la relación que une al destinatario y beneficiario de la carta con el patrocinador. Las posturas doctrinales a este respecto, como hemos tenido ocasión de ver, son múltiples, y van desde las que otorgan una misma naturaleza jurídica a *todas* las posibles manifestaciones del fenómeno, con independencia del carácter “débil” o “fuerte” de la declaración (así los esquemas de la responsabilidad extracontractual o del mandato), a las que, desde una tesis justamente contraria, predicán la imposibilidad de atribuir a estas cartas una naturaleza jurídica única que englobe todas sus posibles manifestaciones, debiendo remitirse su régimen, en función del contenido que en cada caso tengan, a cualesquiera figuras negociales típicas de nuestro ordenamiento, y ello sin olvidar las voces —mayoritarias— que atribuyen, en un intento por dotar

---

(113) Hay autores españoles que, aunque construyendo dogmáticamente la responsabilidad por el patrocinio desde el derecho común de obligaciones y contratos, otorga una especial relevancia al efecto que su emisión produce en los grupos de sociedades. Así, DUQUE, “Las cartas de patrocinio...”, cit., pp. 773 y 774, considera que cuando se generalice el derecho de grupos en España, las cartas de patrocinio perderán su función y terminarán por no utilizarse en el tráfico.

(114) Sobre la importancia de las medidas de publicidad y transparencia sobre la existencia misma del grupo véase nuestro trabajo *Grupos de sociedades y protección de acreedores*, cit., pp. 356 y ss.

de autonomía jurídica a la figura, el carácter de “contrato atípico de garantía personal” a todas aquellas cartas que contengan declaraciones promisorias o “fuertes”.

Desafortunadamente, nuestro Tribunal Supremo tampoco ha proporcionado una respuesta clara a esta cuestión, si bien cabe destacar que en sus últimos pronunciamientos se ha separado de la inicial y criticada identificación que estableció entre patrocinio y fianza, evolucionando hacia lo que parece una postura algo “eclectica”, si se nos permite la expresión, en tanto respondiendo a la finalidad perseguida por nuestra doctrina mayoritaria de otorgar un cierto grado de autonomía negocial al fenómeno del patrocinio lo cataloga como “contrato atípico de garantía personal”, si bien, a continuación, relativiza claramente tal atipicidad, y recogiendo las reflexiones de otro autorizado sector de nuestra doctrina señala que ese contrato atípico necesitará de “un encuadramiento específico” en alguna de las firmas negociales o categorías contractuales de nuestro ordenamiento jurídico (como el contrato de garantía, el contrato a favor de terceros, la promesa de crédito, o, en su caso, el mandato de crédito).

Ciertamente, la disparidad de criterios existentes en torno a esta cuestión hace que la valoración final que algunos autores hace ya décadas efectuaron en torno a esta problemática cuando advertían que las cartas de patrocinio “se encuentran en la zona gris de los límites entre la legalidad propiamente dicha y la mera facticidad”<sup>(115)</sup>, siga en la actualidad plenamente vigente y llena de significado, en tanto, casi tres décadas después, su naturaleza jurídica sigue siendo una cuestión abierta.

Finalmente, consideramos necesario señalar que las cartas de patrocinio son un fenómeno que, a nuestro juicio, excede el ámbito subjetivo de los grupos de sociedades, y por supuesto, la relación matriz (patrocinadora)-filial (patrocinada) que parece haberse acogido de forma incuestionada —y equivocada— por parte de nuestra jurisprudencia.

Además, la responsabilidad para el patrocinador *propadamente* derivada de la emisión de una carta de patrocinio debe deducirse de nuestro derecho común de obligaciones. Ello no es óbice, sin embargo, para afirmar que la emisión misma de una carta de patrocinio por parte de una matriz a favor de su filial no es del todo inocua en el plano de la responsabilidad; pero no de la responsabilidad (de derecho común) que pueda derivarse para aquélla de la emisión de la carta, sino de la posible responsabilidad (de derecho societario) que se le pueda exigir por el ejercicio ilegítimo de su poder de dirección unitaria sobre la filial. Ello se debe a que la carta de patrocinio —y las declaraciones que en ella la matriz vierte en relación con su filial— puede *facilitar* en determinadas circunstancias la carga de la prueba que pesa sobre el acreedor a la hora de exigir una responsabilidad (societaria) a la matriz por las deudas insatisfechas por su sociedad deudora (filial) si el estado de insuficiencia patrimonial en que esta última se encuentra tiene su causa en el ejercicio (abusivo e ilegítimo) por parte de aquélla de un poder de dirección unitaria. Y es que, la carta constituye una prueba acreditativa de la existencia misma del grupo y de que la matriz es quien ejerce aquel poder de

---

<sup>(115)</sup> DUQUE DOMÍNGUEZ, “Las cartas de patrocinio”, cit., p. 771, siguiendo la valoración de ALTENBURGER, *Die Patronaktserklärungen als “unechte” Personalsicherheiten*, Zurich, 1979.

dirección en su seno, circunstancia que, especialmente cuando no concurren lazos directos de capital entre ambas sociedades, es difícil de probar para los intereses que pueden verse dañados por la existencia y funcionamiento propio de los grupos. De esta forma, en nuestro ordenamiento la carta de patrocinio puede constituir, para el acreedor, un medio de prueba esencial a la hora de exigir responsabilidades a la sociedad matriz, jugando así un papel “instrumental” de enorme relevancia en ese contexto.

# LAS PERSONAS INTERPUESTAS EN LOS MERCADOS DE VALORES

JESÚS ALEMANY EGUIDAZU

Magistrado  
Doctor en Derecho  
Auditor de cuentas

## RESUMEN

*En los mercados financieros, puede presumirse razonablemente que quien actúa bajo una cobertura relevante del riesgo prestada por un tercero, sin pagar una contraprestación suficiente, actúa por cuenta y en interés ajeno. Últimamente, la normativa del mercado de valores ha tomado razón de esta presunción, en cuanto considera “personas interpuestas” a aquellas a quienes se deje a cubierto de los riesgos inherentes a las operaciones en cuestión. La interposición puede ser real—como la del fiduciario o la de quien transfiere sintéticamente el riesgo— o interposición simulada, ambas lícitas o ilícitas, si bien la simulación y la ilicitud normalmente concurren. En los mercados de valores, se contemplan ejemplos comunes de interposición: los repos y otras operaciones de financiación con valores, los desgloses de la participación societaria para circunvenir límites de voto o para no superar ciertos umbrales, los escuderos blancos de las ofertas públicas de adquisición, diversas modalidades de manipulación de mercado, determinadas filiales, vehículos y otras varias figuras. Normalmente, la simulación se descubre por sus indicios. El titular verdadero deberá soportar los efectos del negocio y las autoridades competentes aplicar el régimen de la titularidad disimulada.*

## ABSTRACT

*In financial markets, it may be reasonably presumed that someone acting under a material risk coverage provided by a third party, without consideration, would be acting on behalf of and in the interest of others. Lately, this presumption has been noted by securities regulation, since it deems “intermediaries” those who were hedged against inherent risks in the relevant transactions. Intermediation can be real—as the trustee’s or synthetic risk-transfer are— or simulated, either lawful or unlawful, notwithstanding simulation and wrongfulness normally concur. In securities markets, there are common examples of intermediation: repos and other securities financing transactions, corporate shares decoupling so as to circumvent voting caps or not to exceed certain thresholds, white squires of takeover bids, various forms of market manipulation, certain subsidiaries and vehicles, and several other figures. Generally, simulation is discovered by circumstantial evidence. The true owner shall bear the effects of the business and the competent authorities shall enforce the discipline of the concealed ownership.*

*Palabras clave:* Derecho del mercado de valores. Personas interpuestas. Negocio fiduciario. Testaferro. Simulación. Titularidad sintética. Gestión del riesgo. Permuta financiera. Total return swap. Repo. Limitaciones de voto. Umbrales societarios. Escudero blanco. Manipulación de mercado. Entidad de interés variable. Vehículo. Prueba por presunciones.

*Key words:* Securities regulation. Intermediaries. Trust. Nominee. Simulation. Synthetic ownership. Risk management. Swap. Total return swap. Repo. Voting caps. Corporate thresholds. White squire. Market manipulation. Variable interest entity. Vehicle. Circumstantial evidence.

---

## SUMARIO

- I. PRELIMINAR.
- II. EL NEGOCIO POR PERSONA INTERPUESTA.
  1. **Concepto y notas.**
  2. **La interposición real.**
    - A) La representación indirecta.
    - B) El negocio fiduciario.
  3. **La interposición simulada.**
    - A) Distinciones básicas.
    - B) Las clases de simulación subjetiva.
      - a) *La simulación de personalidad.*
      - b) *La simulación de contratante.*
    - C) Consecuencias de la simulación subjetiva.
- III. LA TITULARIDAD SINTÉTICA.
  1. **Los modos de transferir el riesgo.**
  2. **La gestión del riesgo.**
    - A) La gestión del riesgo.
    - B) Instrumentos de gestión del riesgo.
      - a) *Riesgo de mercado.*
      - b) *Riesgo de crédito.*
- IV. EJEMPLOS COMUNES DE INTERPOSICIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES.
  1. **Los repos y otras operaciones de financiación con valores.**
  2. **El desglose de la participación.**

- A) Las restricciones estatutarias al derecho de voto.
- B) El desglose para no superar umbrales.

**3. Los escuderos blancos.**

**4. La manipulación de mercado con simulación subjetiva.**

- A) Aclaraciones previas.
  - a) *Procedencia del término “abuso de mercado”.*
  - b) *Concepto de abuso de mercado.*
- B) La manipulación informativa con simulación.
- C) La manipulación operativa con simulación.
  - a) *Manipulación basada en la negociación.*
  - b) *Creación de escasez.*

**5. Las entidades de interés variable.**

**6. Los vehículos.**

- A) Los vehículos transformadores.
- B) La entidad especializada en titulizaciones.

V. LA PRUEBA DE LA INTERPOSICIÓN.

**1. La difícil prueba de la interposición.**

**2. La prueba por presunciones.**

- A) Presunciones legales.
- B) Presunciones judiciales.

---

I. PRELIMINAR

Quien actúa en los mercados financieros asume **riesgo** o contingencia de daños, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez por desfases de caja, el riesgo de interés o desajuste entre los réditos de una inversión y el coste de la financiación, el riesgo operacional como resultado de errores humanos o fallos de control interno, el riesgo legal de los malos contratos, el riesgo de robo o fraude y el riesgo de información por carencia o pérdida de información relevante.

Al tratar del **interés en los contratos**, es clásica la división en intereses cuyo fin radica en nuestra propia persona e intereses cuyo fin reside en la persona de un terce-

ro<sup>(1)</sup>. Todo operador del mercado tiene un interés natural en eliminar, controlar o trasladar sus propios riesgos; mientras que el interés por cubrir riesgos ajenos reclama una contraprestación suficiente, porque el puro altruismo no articula los mercados financieros, primordialmente orientados al lucro. La hipótesis alternativa más fundada es que quien recibe sin pago cobertura de algún riesgo, estaría actuando en interés de quien le presta la cobertura.

En el **Derecho positivo**, toman razón de esta línea conjetural el artículo 24.2.b) del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea; el artículo 9.3.e) del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (en lo que sigue, “**RDAM**”) y el artículo 5 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, “**RDOPAS**”); presumiendo estos textos la correlación entre cobertura de riesgos e interposición de personas.

El **programa** de este escrito no se limita a la interposición simulada de personas sino que se extiende también a la interposición real en sus distintas modalidades. Para sistematizar el tema, primero hay que retroceder a los fundamentos del Derecho privado, explicando la interposición de persona y sus efectos (*vide infra* II), deteniéndonos especialmente en lo que llamaré “titularidad sintética” (*infra* III), para luego enunciar los casos más habituales de personas interpuestas en los mercados de instrumentos financieros (*infra* IV), dedicando el último acápite a los indicios que por el camino de la lógica inductiva podrán conducirnos a descubrir la interposición (*infra* V).

## II. EL NEGOCIO POR PERSONA INTERPUESTA

### 1. Concepto y notas

**Persona interpuesta** es la que interviene entre quienes deben ligarse directamente en el negocio o soportar definitivamente sus efectos, ocultando de hecho al dueño del negocio, sin interés propio o con un interés jurídicamente subordinado al del verdadero dueño.

El titular velado persigue **ocultarse** a la otra parte o (*vel no aut*) ocultar el supuesto fáctico de una norma imperativa. No querer o no poder ser visto por la contraparte es una conducta, en su caso, lícita. Por ejemplo, es lícita la interposición de los especialistas en mercados de valores ciegos. Por el contrario, la ocultación del supuesto fáctico de la ley imperativa es casi siempre ilícita. Nótese que cuando el Legislador se preocupa de las personas interpuestas normalmente lo hace para descorrer el velo y

(1) Rudolf von IHERING, *Del interés en los contratos*, Atalaya, Buenos Aires, 1947, cap. III pr.

arrancar las uñas a las interposiciones ilícitas, porque sobre las lícitas no merece la pena parar mientes.

Así, son **interposiciones ilícitas** las que infringen prohibiciones convencionales o las legales relativas de adquisición (v. gr. las de los arts. 1459 CC, 74.1 LSA y 39.1 LSL, los extranjeros según qué bienes...), de invertir en determinados Estados u otras dispersas por el Ordenamiento. En nuestro tema, además de los artículos citados a lo largo de este estudio, la interposición se prevé en el 14.7.II de la Ley del Mercado de Valores y en el 285.1 del Código Penal. Pero matizando más, a veces la interposición *contra legem* no es *contra ius*, porque se justifique en permisiones de rango superior o con efecto de primacía; como tampoco debe escucharse a quien invoca limitaciones convencionales ilícitas, por aplicación de la doctrina *in pari delicto*. Otros supuestos deberán decidirse *ad casum*, incluso interpretando restrictivamente las prohibiciones supuestamente vulneradas, porque lo que a menudo se tilda de fraude no es sino la lucha del ingenio jurídico contra normas o cláusulas injustas. Por ejemplo, el desdoblamiento de la participación tiende a restablecer en las sociedades capitalistas el principio de proporcionalidad entre el número de títulos y el número de votos, de modo que lo adecuado no son exégesis que carguen las tintas en quien se rebela contra una iniquidad atentatoria del principio.

Respecto a la espinosa cuestión del **interés diverso** del interpósito, no obstante su eventual presencia, no impedirá aplicar las consecuencias generales de la interposición cuando el interés diverso, aun siendo lícito de por sí, se hubiera causado por la persona encubierta de forma ilícita o cuando deba postergarse frente a una norma cogente. Por ejemplo, los incentivos que los administradores de la sociedad afectada por una OPA puedan ofrecer para promover ofertas competidoras deben ser proporcionados, para no eclipsar el interés espontáneo del caballero blanco a un coste desleal para la sociedad afectada; y también ha de requerirse proporcionalidad para estimar lícita la inducción del comportamiento del escudero blanco. La determinación del interés preponderante, si el diverso de la persona interpuesta o el de la aplicación de la norma defraudada, exigirá un juicio ponderado.

Finalmente, desde hace un siglo se distingue entre **interposición ficticia** o simulada, con el acuerdo simulatorio o aquiescencia de las verdaderas partes del negocio, donde los derechos y obligaciones nacen directamente en cabeza del *dominus*; e **interposición real**, en la que el interpósito recibiría los bienes, aun con la obligación de retransmitirlos al destinatario final, mas sin saberlo el transmitente inicial <sup>(2)</sup>. Sin em-

(2) Así, Francesco FERRARA, quien además de monografista de la simulación en *Della simulazione nei negozi giuridici*, 5.<sup>a</sup> ed. Rev., Athenaeum, Roma, 1922 [he manejado Ed. Jur. Universitaria, México, 2002], escribió *Interposizione di persona e intestazione in altra persona*, Riv. dir. priv. 1937, p. 129. Sigue su estela la jurisprudencia italiana, entre otras, Cass. Civ. 21-10-1994, 4-8-1997, 15-5-1998 y 18-5-2000; y la mayoría de los monografistas y articulistas extranjeros. En España, Joaquín GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, discurso de ingreso en la RALJ, 1955 y ed. Civitas, Madrid, 1976. Igualmente, SSAP Barcelona sec. 15.<sup>a</sup> rec. 301/1997, 10-1-2000, Baleares sec. 5.<sup>a</sup> 97/2000, 7-2, y Madrid sec. 14.<sup>a</sup> rec. 1442/1998, 26-12-2000 y rec. 1534/1998, 30-1-2001. Mencionan simplemente la interposición real, la STS 1.<sup>a</sup> 124/1978, 10-4, y SSAP Guadalajara 277/1996, 21-11; Granada sec. 3.<sup>a</sup> 223/2003, 8-3, y Alicante sec. 7.<sup>a</sup> 282/2007, 25-7.

bargo, la doctrina española más de nota apuntó que esta distinción es improsperable en un sistema causalista, como el nuestro, porque faltaría la justa causa de la transmisión o de la tenencia en concepto de dueño<sup>(3)</sup>. A mi juicio, sí cabe la interposición real, aunque no haya inconveniente en reservar el término “interposición” para la simulada. En la interposición simulada es preciso el acuerdo o conocimiento del tercero, siendo indiferente que el interpósito ignore la trama porque su cooperación es puramente nominal o material. Por el contrario, en la llamada interposición real se necesita y basta la inteligencia entre el interponente y el interpósito.

## 2. La interposición real

La doctrina clásica cuenta en la llamada interposición real la representación indirecta y el negocio fiduciario. Paradigmáticamente, en los mercados que tratamos debe añadirse el caso de quien es inducido a interponerse porque se le cubre sustancialmente el riesgo de la interposición, por ejemplo mediante la transferencia del riesgo del interpósito a un titular sintético. A esta última modalidad le reservamos todo un epígrafe aparte, porque la contemplación jurídica del fenómeno ha sido escasa hasta ahora. En otra acepción distinta, meramente estructural, es persona interpuesta, a efectos de participaciones indirectas, la sociedad intermedia que posee una participación y a su vez es participada<sup>(4)</sup>.

### A) La representación indirecta

En la representación indirecta o mediata (arts. 1717 CC y 246 CCom) el representante actúa en su propio nombre pero por cuenta del representado. El representante quedará directamente obligado, como si el negocio fuese suyo, con las personas con quienes contratare, pero la eficacia del negocio recae en el representado cuando se trate de “cosas propias del mandante” (art. 1717.II *in fine* CC). La adquisición en beneficio de tercero es una actuación *proprio nomine* heteroeficaz, pues hay una contemplación tácita del dueño (*contemplatio domini*) y se genera un poder de las circunstancias del hecho o del objeto (*ex facti circumstantiis sive ex re*)<sup>(5)</sup>. Además, el princi-

---

<sup>(3)</sup> A esta conclusión llega Federico de CASTRO, *El negocio jurídico*, Inst. Nacional de Estudios Jurídicos, Madrid, 1971 [reimpr. Civitas, 1991], §418. Luego también otros, como JORDANO BAREA, *Mandato para adquirir y titularidad fiduciaria*, ADC XXXVI, 1983, p. 1444, nota 14.

<sup>(4)</sup> Así, en los arts. 34 RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el Régimen Jurídico de las ESIs; y 79 RD 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de las IIC.

<sup>(5)</sup> Citando anteriores, SSTS 1.ª 1026/2006, 3-1; 1128/2006, 10-11; 1272/2006, 18-12 y 460/2007, 7-5 en un caso de *fiducia cum amico*. También RDGRN 6-7-2006. Ampliamente, vid. DIÉGUEZ OLIVA, *Eficacia real y obligacional de la representación indirecta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2006. *Contra*, art. 88.1 II LSA: “Los negocios celebrados por la persona interpuesta con terceros se entenderán efectuados por cuenta propia y no producirán efecto alguno sobre la sociedad”. FLORES DOÑA, *Autocarera por persona interpuesta*, en *Derecho de sociedades, Libro homenaje al profesor Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, pp. 895 y ss., explica esta solución especial en constituir una sanción por infringir prohibiciones o límites en los negocios con acciones propias: adquisición *velis nolis* de la participación por el interpósito con cargo a su patrimonio.

pio de protección de la confianza en la apariencia ampara a los terceros de buena fe que confiaron en la titularidad del representante indirecto. Éste es un riesgo que debe asumir quien autorizó al representante a actuar en su propio nombre<sup>(6)</sup>.

## B) El negocio fiduciario

El fiduciario o persona *subiecta* (*legal owner*) se compromete a tener la cosa *sub fiducia*, en beneficio del fiduciante o de un tercero beneficiario (*beneficial owner*), de tal modo que no ostenta una titularidad plena sino sólo las prerrogativas o poderes de su titularidad limitada, salvo el juego del principio de la apariencia jurídica<sup>(7)</sup> o de los efectos que *ex lege* pudieran reconocerse<sup>(8)</sup>. En el *trust* angloamericano, el beneficiario cuenta para proteger su derecho frente a terceros con una poderosa facultad de reipersecución (*tracing*) bajo la doctrina del *trust* por interpretación judicial (*constructive trust*) que sitúa al tercero como nuevo fiduciario forzoso; mientras que sobre los patrimonios fiduciarios de los sistemas latinos, los beneficiarios normalmente sólo disponen de las acciones por incumplimiento contra el fiduciario y, en su caso, de las revocatorias contra el tercero.

El magisterio de algunos autores ha llevado a que la doctrina española preponderante y a que algunas sentencias del Alto Tribunal concluyan que el negocio fiduciario es, sencillamente, una simulación relativa<sup>(9)</sup>. Ciertamente, existe una línea mayoritaria

<sup>(6)</sup> SSTS 1.ª 6-3-1943 y 5-12-1958; SAP Madrid sec. 10.ª 434/2005, 21-6 y RDGRN 6-7-2006.

<sup>(7)</sup> SSTS 1.ª 716/2001, 16-7; 83/2005, 17-2; 637/2006, 23-6 y rec. 487/2000, 27-7-2006. En la mayoría de ordenamientos que regulan la fiducia o el fideicomiso (como en los latinoamericanos), el fiduciario pasa a ser civilmente propietario. La jurisprudencia española es confusa porque junto a hablar de “transmisión”, “adquisición” y “retransmisión” de la cosa o derecho, luego se desdice al referirse a la transmisión de la propiedad formal y no del dominio real. La STS 1.ª 637/2006, 23-6 declara que “la *fiducia cum amico* implica la creación de una apariencia, un caso de intestación en el que el fiduciante sigue siendo el dueño”. *Contra*, STS 1.ª 6-4-1987.

<sup>(8)</sup> Como sucede con el método de la transmisión del título en los acuerdos de garantía financiera (*financial collateral arrangements*), especialmente empleado en los mercados británicos, recibido junto con el método de la prenda en la Dir. 2002/47/CE del Par. Eur. y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera; y en el RDL 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

<sup>(9)</sup> SSTS 1.ª 25-9-1956; 542/1999, 15-6; 564/2005, 7-7; 450/2006, 8-5, y 1364/2007, 20-12. En la doctrina, *vid.* el último Manuel ALBALADEJO, *El llamado negocio fiduciario es simplemente un negocio simulado relativamente*, Act. Civ. 1993-4, p. 663, que sigue a DE CASTRO (con la precisión en *op. cit.*, p. 423 de que el falso dueño en la simulación absoluta, también ostentaría una titularidad fiduciaria). La misma tesis se anticipó en Argentina por Héctor CÁMARA, *La simulación de los actos jurídicos*, DePalma, Buenos Aires, 1944, p. 78. En esta línea, FUENTESECA, C., *El negocio fiduciario en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, Bosch, Barcelona, 1997, pp. 195-207. La doctrina extranjera se encuentra dividida. Esta postura es mayoritaria en la doctrina francesa, pero no así en la alemana o en la italiana.

de resoluciones que separa tajantemente negocio simulado y negocio fiduciario<sup>(10)</sup>, las más por seguir ancladas en la versión arcaica de la teoría del doble efecto. En los orígenes dogmáticos del negocio fiduciario, se presuponía un doble negocio, el real externo y el obligacional interno<sup>(11)</sup>. No sin reminiscencias, esta teoría se reputa superada, predominando hoy la de la propiedad formal o externa del fiduciario (frente a la propiedad real del fiduciante) y la sustancialmente coincidente de la **titularidad fiduciaria**<sup>(12)</sup>. A mi juicio, bajo la doble premisa de que el negocio fiduciario es único y de que la simulación es una anomalía del negocio que afecta a la causa (no a la declaración de voluntad), puede admitirse que el negocio fiduciario es una especie del género de los negocios simulados. Ahora bien, así como la simulación absoluta del negocio determina que los contratantes asimismo sean simulados, porque es un imposible lógico sostener que hay contratantes donde no hay contrato; distintamente, la simulación relativa de la naturaleza del negocio no arrastra necesariamente la del resto de sus elementos, de modo que puede haber contratantes reales (interpuestos o no) de contratos relativamente simulados.

Aclarado lo anterior, las relaciones entre interponente e interpósito son **fiduciarias** en sentido etimológico, en cuanto reposan en la confianza que el primero deposita en el segundo. Serán fiduciarias en sentido jurídico cuando descansen en un pacto fiduciario reservado, o bien, en la concepción moderna de la fiducia, cuando se cree un patrimonio afecto a un fin. Pero no hay tal pacto fiduciario cuando el supuesto fiduciario es una persona o entidad puramente instrumental, que actúa en el tráfico como una marioneta al dictado de otra persona y que, en verdad, ambas son “una y la misma” (*sole actor doctrine*). Nadie necesita cabalmente pactar consigo mismo. Por otra parte, la fiducia-liberalidad no es un instituto ignoto<sup>(13)</sup>, pero la donación (no simulada y no modal) supone una transmisión definitiva, luego es inconciliable con titularidades provisionales. Por ejemplo, si un accionista dona a una entidad de beneficencia un paquete de acciones, no podrá considerarse que el donatario sea un fiduciario del

---

(10) *Ad ex.*, SSTS 1.ª 28-1-1946; 4-5-1950; 23-2-1951; 10-11-1958; 18-2-1965; 189/1972, 4-4; 2-6-1982, pese a rechazar la teoría del doble efecto; 6-4-1987; 28-10-1988; 322/1993, 5-4; 545/2002, 7-6; 839/2002, 17-9; 89/2003, 13-2; 227/2004, 30-3; 814/2004, 26-7, y 1288/2007, 29-11.

(11) Hay versiones remozadas del doble efecto. GARRIGUES trata el negocio fiduciario unitariamente, como negocio complejo, e identifica la *causa fiduciæ* con la finalidad de mandato o garantía. También se apuntaron a esta supuesta causa fiduciaria los primeros ALBALADEJO, *El negocio jurídico*, Bosch, Barcelona, 1958, p. 225; y JORDANO, *El negocio fiduciario*, Bosch, Barcelona, 1959, p. 118. Niegan la existencia de la causa fiduciaria las SSTS 1.ª 2-6-1982; 6-4-1987; 8-3-1988; 7-3-1990; 542/1999, 15-6; 710/2003, 15-7, y 1364/2007, 20-12. *Contra*, STS 1.ª 927/2005, 5-12; y Cass. Civ. 7-8-1982 y 29-5-1993.

(12) La denominación sería una estratagema para no mancillar el venerable concepto de la propiedad, según CÁMARA LAPUENTE, *Trust a la francesa*, InDret 2/2005, pp. 20 y 28.

(13) Tampoco *inter vivos*, *ad ex.* art. 163 Compilación navarra.

donante, porque no tiene más deuda que la gratitud, sin perjuicio de un eventual conflicto de intereses.

De las dos modalidades clásicas de fiducia, aquí interesa la *fiducia cum amico*. En ella predomina el interés del fiduciante (a diferencia de la fiducia *cum creditore*), lo que acentúa la nota de confianza y de ahí que se considere la forma pura o genuina del negocio fiduciario<sup>(14)</sup>. Esta figura fue reconocida en el Derecho antiguo<sup>(15)</sup> y en nuestras leyes anteriores<sup>(16)</sup>; y guarda similitudes con la *Treuhand* germánica<sup>(17)</sup> y los *trusts* angloamericano<sup>(18)</sup> e internacional<sup>(19)</sup>, pudiendo configurarse este último en los sistemas romanistas como un **patrimonio de afectación**, en el sentido de patrimonio separado, aun sin personalidad jurídica<sup>(20)</sup>. La *fiducia cum amico* se constituye mediante una atribución patrimonial del fiduciante al fiduciario, para que éste utilice la cosa o derecho asignado en la finalidad que ambos pactaron, con la obligación de retransmitirlos al fiduciante o a un tercero beneficiario cuando se hubiera cumplido la finalidad prevista<sup>(21)</sup>. No pocos califican el pacto fiduciario como un

(14) SSTS 1.ª 716/2001, 16-7; 637/2006, 23-6, rec. 487/2000, 27-7-2006 y 460/2007, 7-5 en mandato para adquirir. Las SSTS 1.ª 22-12-1988 y 927/2005, 5-12 distinguen entre fiducia o “negocio de fiducia” y “negocio fiduciario” en sentido estricto, no teniendo la primera causa ni efecto traslativo.

(15) Cf. GAYO, *Instituciones*, Comentario Segundo, Tít. II, §60. También BOETHIO en sus comentarios a la *Tópica* de Cicerón, refiere la puesta de una finca a nombre de un amigo más poderoso *si quis tempum dubium tímens*.

(16) Leyes de 11 de julio de 1941, 1 de enero de 1942 y Decreto-ley 28 de junio 1962, para quienes se valieron de personas interpuestas hoy muertas o desaparecidas, expedientes defensivos “más o menos incluidos en los negocios fiduciarios”.

(17) El estudio clásico es el de Helmut COING, *Die Treuhand kraft privaten Rechtsgeschäfts*, Beck, Munich, 1973.

(18) En general, MOWBRAY et al., *Lewin on Trusts*, 17.ª ed., Sweet & Maxwell, Londres, 2000; y ALL, *Restatement (Second) of Trusts*, Am. L. Instit. Publishers, St. Paul, 1959.

(19) *Vid.* el modelo del Convenio de la Haya sobre el *trust* de 1 de julio de 1985 y los *Principios Europeos sobre el Derecho de Trust* de 1999.

(20) Como el patrimonio protegido de las personas con discapacidad, regulado en la Ley 41/2003, de 18 de noviembre. En España, asimismo cabe recordar las fiducias sucesorias y los *trusts* en los Convenios de Doble Imposición. V. también MARTÍN SANTISTEBAN, *El instituto del trust en los sistemas legales continentales y su compatibilidad con los principios del Civil Law*, Aranzadi, Cizur Menor, 2006; y VIRGÓS SORIANO, *El Trust y el Derecho Español*, Civitas, Madrid, 2006. Sobre los patrimonios separados, PINO, A., *Il patrimonio separato*, Cedam, Padova, 1950. No es receptiva con la figura la STS 1.ª, rec. 1832/2001, 30 de abril de 2008.

(21) SSTS 1.ª 1012/1996, 2-12; 653/1998, 4-7; 187/2001, 5-3; 716/2001, 16-7; 545/2002, 7-6; 998/2003, 31-10; 227/2004, 30-3; 637/2006, 23-6; rec. 487/2000, 27-7-2006; 460/2007, 7-5, deteniéndose esta última en el carácter simulado de la segunda transmisión, siendo en el caso irrelevante pues el mandante ya adquiere por efecto de la representación indirecta; y 1288/2007, 29-11.

**mandato** <sup>(22)</sup>. Pero disimular un mandato no es ni mucho menos necesario, ni siquiera en la fiducia con representación porque tampoco el mandato es la única relación representativa.

### 3. La interposición simulada

#### A) Distinciones básicas.

En el contrato simulado los contratantes aparentan un determinado contrato sin querer celebrar ninguno (**simulación absoluta**) o encubren otro distinto (**simulación relativa**). La simulación absoluta (*sham transaction*) es una sombra de contrato (*corpus sine spiritu*, dijo Baldo) porque carece de causa; mientras que en la relativa o “disimulo” la causa es la de otro negocio jurídico verdadero: el negocio disimulado <sup>(23)</sup>. Pero la simulación tanto puede afectar a la existencia del negocio (simulación absoluta) o a su naturaleza (simulación relativa total), a su objeto (por ejemplo, precio inexistente o diferente), a los sujetos o a cualquiera de los demás elementos (simulación relativa parcial), incluso accidentales <sup>(24)</sup>. Además, la simulación de los elementos del negocio es combinable, por ejemplo, la intestación en un difunto reuniría las simulaciones absolutas de existencia del negocio y de personalidad.

La simulación tiene la finalidad de ocultar o **engañar**, porque quien simula persigue hacer creer a otros que algo existe donde no hay nada o hay otra cosa diferente. El propósito de ocultar no descarta la simulación lícita, pero la ilicitud y la simulación se acompañarán normalmente <sup>(25)</sup>. Por otro lado, si bien los sustantivos “engaño” y “**fraude**” guardan sinonimia en algunas acepciones, el negocio simulado y el negocio fraudulento son categorías separables y separadas dogmáticamente desde mediados del siglo XIX, superando la amalgama de los doctores del Derecho común. El negocio fraudulento es el hecho en fraude de ley, en sentido moderno, un efugio con amparo

---

<sup>(22)</sup> Desde la RDGRN 14-6-22 hasta las SSTS 1.ª 4 y 26-5-1950; 3-6-1953; 22-12-1955; 7-2-1956; 5-12-1959; 22-5-1964; 22-11-1965; 31-10 y 26-11-1970; 16-5-1983; 440/1992, 30-4; 564/2005, 7-7; 638/2006, 16-6 y 460/2007, 7-5 sobre “mandato para adquirir”. Joaquín ESCRICHE, en *Diccionario razonado de legislación y jurisprudencia*, Madrid, ed. 1874, daba cuenta de la voz “fideiuario”, sinónima de fiduciario, derivada de las palabras latinas *fides* y *jussum*, que denota la persona en cuya probidad y buena fe se confía que hará lo que se le manda o encarga. Más recientemente, la Norma Decimotercera de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros entiende los negocios fiduciarios como “los patrimonios administrados bajo mandatos de carácter administrativo o económico financiero”. Para Luis Díez-PICAZO, *La utilización de persona interpuesta de los negocios de una sociedad anónima con sus propias acciones*, en *Estudios Broseta*, I, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, p. 871, la interposición de persona es un negocio mixto de mandato o comisión con *fiducia cum amico*.

<sup>(23)</sup> SSTS 1.ª 314/1993, 29-3; 416/1993, 28-4 y 550/1997, 19-6.

<sup>(24)</sup> SSTS 1.ª 124/1978, 10-4; y, entre otras, SSAP Málaga sec. 4.ª 710/2005, 29-7; Las Palmas sec. 4.ª 462/2005, 3-10 y sec. 3.ª 41/2006, 3-2 y Córdoba sec. 1.ª 146/2007, 30-3. Una simulación del comprador, en STS 1.ª 209/2007, 27-2.

<sup>(25)</sup> SSTS 1.ª 542/1999, 15-6; 75/2003, 10-2 y SAP Barcelona sec. 16.ª rec. 1515/1997, 22-3-1999.

putativo en una norma de cobertura para eludir o defraudar otra norma imperativa. Ahora bien, la mejor doctrina contemporánea admite que esta anomalía del procedimiento (circunvención) no crea una figura especial de negocio jurídico y que al igual que burlar el espíritu de una norma es llanamente una contravención, el fraude de ley se resuelve con una correcta interpretación sistemática y teleológica e incluso por aplicación analógica de la norma defraudada<sup>(26)</sup>. Ciertamente, el fraude de ley puede lograrse mediante una simulación (también subjetiva) pero, a diferencia de la simulación, no precisa *animus decipiendi*, pivota sobre el concepto de quebranto y no de engaño. Con mayor razón, puede ser fraudulenta la interposición real, como sucede en el mandato a otro de adquirir lo que el mandante no puede por sí mismo. El fraude de ley se combate con una cláusula general (v. gr. art. 6.4 CC), con presunciones, relativas o absolutas, frente a situaciones comunes de indisciplina social (como las presunciones de interposición) o por doctrinas judiciales, como la de la sustancia de la operación que exigiría una finalidad jurídica o económica lícita y relevante del interpósito distinta a la del interponente [también arg. art. 15.1.b) Ley 58/2003, 17 de diciembre, General Tributaria]. Esta idea permite enlazar con el principio y fin de este trabajo: la cobertura relevante del riesgo ajeno sin una contraprestación suficiente no es una finalidad propia o adecuada de las empresas que actúan en los mercados financieros, ni es una finalidad que llene la causa de una operación onerosa, luego cabe sospechar de esta cobertura e inferir que anima una interposición.

#### B) Las clases de simulación subjetiva.

La simulación subjetiva es la que afecta al elemento subjetivo o persona de los contratantes o, más precisamente, al centro aparente de imputación de derechos y deberes aunque carezca de personalidad jurídica. No hallamos en las fuentes una nomenclatura acabada de las clases de simulación subjetiva o de las partes ficticias (*dummies*). En verdad, las discusiones sobre conceptos son frecuentemente vanas, porque están aquejados de la falacia de inversión, de suerte que de un concepto sólo cabe extraer lo que previamente se ha introducido en él. Las disensiones conceptuales son superables siempre que huyamos de enroques dogmáticos.

##### a) *La simulación de personalidad*

Sin caer en excesos escolásticos, resulta clarificador distinguir la simulación de personalidad de la simulación de la persona de los contratantes. En el primer grupo hallamos la simulación absoluta de persona inexistente o caso de la “**persona supuesta**” (*supposita*), sea un “maniquí” no encarnado o incluso parasitando la personalidad extinta de los difuntos (por ejemplo para que ejerzan *post mortem* el derecho de voto).

Creo que es jurídicamente asimilable al caso de la persona supuesta, el del abuso de la personalidad para emitir una **declaración de voluntad supuesta**, como en la

<sup>(26)</sup> Entre otros muchos, Werner FLUME, *Rechtsgeschäft*, Auflage, Springer, Berlín-Heidelberg-NY, 1992, §17, 5, [trad. esp., Fundación cultural del Notariado, 1998], cit. por DE CASTRO, *op. cit.*, 1971, §455; y SALVADOR CODERCH et al., *Autonomía privada, fraude de ley e interpretación de los negocios jurídicos*, InDret 3/2004, pp. 10-11.

suplantación de identidad ignorándolo el interpósito [cf. art. 184.3.c) Ley General Tributaria]. Por ejemplo, una Agencia de Valores sólo puede operar por cuenta ajena y no por cuenta propia (art. 64.3 LMV). Hay fraude de ley y simulación de voluntades por la Agencia de Valores que simula órdenes de suscripción para adquirir valores en las OPVs y revenderlos el mismo día, operación con alta probabilidad de ganancia y sin desembolso efectivo de los fondos correspondientes a la adquisición<sup>(27)</sup>.

b) *La simulación de contratante*

Son casos en los que la persona o su declaración de voluntad existen pero se simula en cuanto contratante. En la **interposición** de personas o negocio por persona o entidad interpuesta (*interposita*) intervienen al menos tres personas: quien haya de ser el titular definitivo o dueño del negocio; el interpósito, hombre de paja o testaferro (del italiano *testa ferro*, cabeza de hierro); y el tercero que aparentemente contrata con el interpósito<sup>(28)</sup>. Una compraventa intermediada, con una primera transmisión al *medium* y una segunda al titular definitivo, constituye una doble simulación. No obstante su declaración impostada, el testaferro actúa como portavoz o mero nuncio del interponente y queda al margen del negocio real. Diversamente, cuando el intermediario actúa como representante indirecto no hay simulación si el transmitente ignora el carácter indirecto de la representación, pero los efectos del negocio recaerán en el representado por efecto de la representación.

Con notas particulares, la última jurisprudencia entiende que la **intestación**, intitulación o puesta a nombre de otro (*nomen commodat*), siendo el otro el prestanombre (*prête-nom, nomine*), busca una finalidad económica limitada cual es la ocultación de la titularidad real para salvar el patrimonio de responsabilidades<sup>(29)</sup>. La doctrina reconoce otro sentido de intestación, no circunscrito al fraude de acreedores, como toda estructura sincopada que suprime la transmisión al titular real, apareciendo el prestanombre como titular originario o inmediato del tercero transmitente. En estos casos, el

---

(27) Este modo de operar se describe en la STS 3.ª rec. 3656/2002, 20-3-2006, caso *Savia*. En la STS 3.ª rec. 6458/1997, 12-2-2003, caso *Eurocapital S.V.B. s/ acciones de Repsol*, la entidad expedientada simulaba las órdenes de suscripción con la intención fraudulenta de comprar para sí incumpliendo las condiciones de colocación.

(28) Reconocen la figura, entre otras, las STS 1.ª 1012/1996, 2-12; SSAP Valencia sec. 8.ª 850/1999, 26-10; Orense sec. 1.ª 306/2002, 11-9; Almería sec. 2.ª 258/2002, 26-9; Santa Cruz de Tenerife sec. 4.ª 399/2003, 15-9; Alicante sec. 6.ª 233/2004, 16-4; Ciudad Real sec. 2.ª 392/2004, 17-12; Madrid sec. 10.ª 54/2005, 25-1, sec. 9.ª 32/2006, 7-2 y sec. 19.ª 47/2007, 29-1 y Baleares sec. 5.ª 115/2007, 19-3. En la doctrina, además de FERRARA, entre los posteriores, VALENTE, A., *L'intestazione di beni sotto nome altrui: concetto, natura, estensione ed effetti*, Giuffrè, Milán, 1958; CAMPAGNA, L., *Il problema della interposizione di persona*, Giuffrè, Milán, 1962; COLOMBATTO, *Patto bilaterale di interposizione e suoi effetti nei confronti del terzo contraente*, Riv. dir. comm. 1981, II, p. 71; y NANNI, L., *L'interposizione di persona*, Cedam, Padova, 1990.

(29) SSTs 1.ª 5-7-1989 (RJ 1989\5400); 83/2005, 17-2 y 927/2005, 5-12. También usan el término "prestanombre" las SSTs 1.ª 739/2005, 18-10 y 941/2005, 9-12.

titular verdadero financia la adquisición a nombre del simulado, siendo indiferente que el verdadero comparezca como apoderado del simulado o que pague el simulado con el dinero del verdadero. En la intestación se oculta la relación entre el titular verdadero y el prestanombre (no entre el tercero y el titular verdadero, como en la interposición), relación que puede no existir si el *dominus* quiere seguir siendo tal sin que los bienes lleguen a salir de su patrimonio o bien responder a una relación de otra naturaleza (v. gr. se disimula una donación con el designio de beneficiar al donatario o de perjudicar a un acreedor —“ni para ti, ni para mí”—).

### C) Consecuencias de la simulación subjetiva

El artículo 1276 del Código Civil regula la **simulación de la causa**, al disponer que la expresión de una causa falsa en los contratos dará lugar a su nulidad (simulación absoluta, *rectius* dará lugar a la inexistencia del negocio por falta de causa), si no se probase que estaban fundados en otra verdadera y lícita (simulación relativa)<sup>(30)</sup>. Análogamente y porque el Derecho no puede temer la verdad, en la simulación subjetiva se apreciará la inexistencia de la persona supuesta (**simulación absoluta de persona**); o bien se mirará a través del titular simulado, como si el negocio se hubiera entablado directamente por el titular verdadero, imputándole los efectos del negocio o aplicando el régimen de la titularidad disimulada (**simulación relativa de persona**)<sup>(31)</sup>. Como ejemplo de la imputación de efectos, en los negocios traslativos la figura del titular simulado se disuelve y adquiere directamente el sujeto entre bastidores. Y como una manifestación del régimen de la titularidad oculta, el artículo 88 de la Ley de Sociedades Anónimas sobre *Persona interpuesta* dispone la nulidad de las operaciones sobre acciones propias prohibidas y la sujeción a las disposiciones legales de las operaciones no prohibidas<sup>(32)</sup>.

En todo caso, la simulación crea una situación ambivalente y debe salvarse la posición de **terceros protegidos por la apariencia jurídica**<sup>(33)</sup>. Aunque carezcamos de un precepto expreso en los Códigos españoles, la simulación no puede oponerse por las partes ni por los terceros perjudicados a quien de buena fe excusable y a título oneroso haya adquirido derechos del titular aparente (*bona fide purchaser for value*

<sup>(30)</sup> SSTS 1.ª rec. 1746/1990, 23-10-1992; 1171/1992, 23-12; 251/1997, 26-3; 673/1997, 21-7 y 1067/2002, 8-11.

<sup>(31)</sup> SSTS 1.ª 1012/1996, 2-12; 83/2005, 17-2 y 637/2006, 23-6. Rezaba Dig. L, VIII, §1: *Quod quis suo nomine exercere prohibetur, id nec per subiectam personam agere debet*.

<sup>(32)</sup> *Vid.* la operativa de Banesto con determinados clientes o trabajadores, concediendo créditos para adquirir acciones o bonos canjeables del propio banco, garantizados por los mismos valores y con opción de recompra por el banco, en SSTS 1.ª 119/2006, 17-2; 326/2006, 5-4; 353/2006, 5-4 y las anteriores que citan.

<sup>(33)</sup> Dijo Friedrich MOMMSEN, *Erörterungen aus dem Obligationenrecht*, II, Braunschweig, 1879, p. 100, que quien cava la fosa de otro es el primero que la ocupa; y FERRARA, *op. cit.*, §3.2.1 que quien prepara la trampa para los demás es el primero en caer en ella.

*without notice*)<sup>(34)</sup>. Esta solución inspira el artículo 1230 de nuestro Código Civil, haciendo ineficaces las contraescrituras y, por la misma razón, cuando la simulación se pruebe de otro modo. Los principios generales conducen al mismo resultado (*nulli praeudicat dolosa simulatio*), que más bien se justifica en el principio de protección de la confianza en la apariencia que en el de la responsabilidad (porque éste, de suyo, sólo daría lugar a indemnizar). Si la adquisición por el tercero fue gratuita, prevalece el *damno vitando* sobre el *lucro captando*; si es onerosa, es suficiente que el tercero ignorase excusablemente la simulación; y así sucesivamente si hubiere transmisiones ulteriores hasta alcanzar y derribar al tercero que presente un título claudicante. Conviene precisar que la inoponibilidad de la simulación se establece a favor y no contra los terceros, de modo que podrán plantear la excepción de inoponibilidad o, alternativamente si les interesa, la acción de simulación<sup>(35)</sup>.

Finalmente, en el caso de la **simulación unilateral** de quien finge actuar por cuenta propia (llámese “puesta en escena” o de otro modo, si no se quiere admitir la simulación sin acuerdo y sólo la reserva mental<sup>(36)</sup>) queda incólume y no es simulado el negocio entre el tercero y quien contrata con el *decipiens* sin saber de la doblez de su condición. El *decipiens* luego no podrá impugnar el negocio (esta solución puede fundamentarse en la doctrina de los actos propios, en la *exceptio doli* y en la *necessitas obligacional*). Ello no obsta que la contraparte inadvertida pudiera, en su caso, pretender la anulabilidad por reticencia dolosa.

### III. LA TITULARIDAD SINTÉTICA

#### 1. Los modos de transferir el riesgo

Los modos inveterados de transmisión de la propiedad son **trayecticios**, en el sentido de que pasa de un lugar a otro la cosa misma o la cosa simbólica. Ahora bien, así como el dueño de una cosa no tiene necesidad de transmitir su dominio para que otro la goce, desgajando quizá el usufructo u obligándose a respetar el disfrute ajeno con un contrato locativo; también el dueño puede aislar y transferir los riesgos financieros del dominio a un tercero. “En vez de vender el activo, vende el riesgo asociado al activo”, fue un eslogan empleado en los días iniciales de los derivados de crédito. En síntesis, mediante la desincorporación del riesgo, se pretende disociar la “transmisión económica” de la transmisión jurídica<sup>(37)</sup>. Cuestión distinta es que se logre siempre y en todo caso esa disociación, lo que no se consigue cuando deba reputarse titular real al asunto del riesgo.

---

<sup>(34)</sup> Exige la buena fe, la STS 1.ª 209/2007, 27-2. En la doctrina, *vid.* SANTORO-PASSARELLI, *Limiti di opponibilità della simulazione*, Riv. dir. comm. 1939, p. 315. Hoy hay regla expresa en los arts. 1415 y 1416 *Codice* de 1942.

<sup>(35)</sup> Entre otros, MESSINA, *Simulazione assoluta*, Riv. dir. comm. 1907, I, p. 391.

<sup>(36)</sup> Como en SSTS 1.ª 30-4-1986, 22-6 y 30-9-1989, distinguiendo simulación y reserva mental.

<sup>(37)</sup> *Vid.* YEUNG, A., *Credit Derivatives: The Art of Splitting Credit Risk*, Banking & Fin. L. Rev., 2000.

Una **operación sintética** es un negocio entre un inversor y una contraparte que da al inversor el equivalente económico a una posición en cierto valor sin que el inversor efectivamente lo adquiera. Por ejemplo, en las operaciones de titulización se distingue la **titulización ordinaria** (*true sale securitization*), con transmisión de la propiedad de las exposiciones titulizadas (art. 4(37) Dir. 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio); y la **titulización sintética**, con transferencia económica de las exposiciones titulizadas pero sin eliminarlas del balance de la entidad de crédito originadora (art. 4(38) Dir. 2006/48, nominando esta clase de titulización en España por el 97.1 I L. 62/2003)<sup>(38)</sup>. Las estructuras más conocidas de titulización sintética de deuda (*collateralised debt obligations* o “CDOs” sintéticos), sea de una cartera de préstamos (CLOs) o de una cartera de títulos de deuda (CBOs), transfieren el riesgo de crédito de la cartera del originador al vehículo o a los suscriptores de los valores mediante un *credit default swap*<sup>(39)</sup>.

De este modo, mediante las operaciones sintéticas se obtiene un equivalente funcional o **subrogado de la propiedad**, en la que el llamado titular sintético asume los goces y los riesgos del dominio sin ser dueño. Según el dogma revolucionario del carácter absoluto de la propiedad y el decimonónico de la unidad del patrimonio, esta titularidad no sería jurídica porque no podría ser a título de dueño: el dominio (como el hecho de la posesión) no puede reconocerse en dos personalidades distintas, fuera de los casos de indivisión. Sin embargo, estos postulados siempre se vieron recortados por algunas fiducias, típicas o atípicas, y patrimonios separados, aun sin llegar a reconocerse abiertamente la propiedad dividida o el desdoblamiento anglosajón entre el *legal interest* y el *beneficial interest*. En este punto, lo adecuado no es una defensa dogmática de los conceptos jurídicos sino una contemplación pragmática que respete los límites de la autonomía privada y salvaguarde los fines del Derecho.

Toda eliminación de exposiciones al riesgo libera fondos propios y mejora los ratios y la calificación crediticia. Además, la cesión de los provechos y riesgos económicos de la propiedad o “**transferencia sintética**” presenta algunas ventajas sobre la transmisión ordinaria, hasta el punto de ser un componente flexible e indispensable de la financiación estructurada moderna. Entre otros aspectos, hay activos intransmisibles, legal o convencionalmente (art. 1112 CC), luego sólo puede trasladarse el riesgo

<sup>(38)</sup> Vid. los criterios de la cesión plena e incondicionada en los arts. 2.2 RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y SGFT y Tercero de la O. EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a FTAs; y BIS, Basel Comm. Banking Supervision, *Asset Securitisation*, Basilea, 2001, p. 3. El concepto “true sale” varía a efectos concursales, fiscales o contables, observa BURKE, W.M., *Cross-Border Securitization*, Shearman & Sterling, 1999, p. 20.

<sup>(39)</sup> Vid. BÖHRINGER et al., *Conventional versus Synthetic Securitisation-Trends in the German ABS Market*, Deloitte & Touche, Düsseldorf, 2001; LEÓN MIRANDA, *Las titulaciones sintéticas de carteras crediticias*, Act. Fin., mar. 2001, p. 3; BARCLAYS, *The Barclays Capital Guide to Cash Flow Collateralised Debt Obligations*, 2002; JOBST, A.A., *Collateralised Loan Obligations (CLOs)-A Primer*, Ctr. Fin. Stud., wp 13/2002; y STANDARD & POORS, *Legal Issues in Rating Structured Finance Transactions*, 2002 y *Global Cash Flow and Synthetic CDO Criteria*, 2002.

asociado a ellos. Y como la titularidad formal se mantiene en la misma entidad originadora del activo, no es preciso siquiera revelar la cesión al mercado ni notificarla al deudor cedido, ayudando a no enturbiar relaciones comerciales. Asimismo, la transferencia sintética suprime o reduce costes de transacción, aranceles y gastos de custodia.

No obstante, no todo son parabienes. Quien se desprende del riesgo es menos diligente en la selección y vigilancia de los activos originados, luego más propenso a generar activos de baja calidad crediticia o “basura” (v. gr. préstamos hipotecarios *subprime* que están en el germen de la crisis financiera corriente). También, fácilmente se colige que cualquier transferencia espiritualizada allana la planificación fiscal, localizando o difiriendo interesadamente rentas gravables y dificultando la calificación tributaria para la imposición de las transmisiones, de forma que importantes contribuyentes podrían eludir o reducir el impuesto por esta vía si no se recharacteriza la operación o alguno de sus elementos<sup>(40)</sup>. Pero el análisis económico o tributario no es objeto de estas páginas sino que, bajo el manto de la noble causa de la gestión del riesgo, el cesionario sintético es, a veces, un titular velado a la sombra del transferente sintético.

## 2. La gestión del riesgo

### A) La gestión del riesgo.

La **causa** es un requisito de existencia del negocio (art. 1261.3.º CC). Empero, el Legislador no regula todos los contratos dignos de amparo jurídico y que embeben una causa suficiente de validez. A la causa típica de las figuras legisladas, correspondiente a la naturaleza de cada clase de negocio, se sobreponen las causas genéricas de los negocios onerosos, gratuitos y remuneratorios (art. 1274 CC), lo que permite un *numerus apertus* de negocios, dando entrada a los negocios atípicos.

La **gestión del riesgo** es la causa negocial de los instrumentos de gestión del riesgo, típicos o atípicos<sup>(41)</sup>. Ello no empece que estos mismos instrumentos sirvan a fines distintos además de la cobertura del riesgo, como la especulación o el arbitraje. Ciertamente, se ha debatido sobre si un determinado negocio tiene por causa la gestión del riesgo o si la cobertura es sólo un efecto y no la causa del negocio. Entiendo que los hay de todas las clases pero, en cualquier caso, los instrumentos y estructuras que aquí se tratan tienen por efecto (a veces también como causa) la cobertura del riesgo y esta circunstancia es el hecho base de la presunción o el indicio de interposición. En con-

---

<sup>(40)</sup> Sobre este agujero fiscal provocado por las *constructive ownership transactions*, cf. SWARTZ, L.Z., *ABCs of Cross Borders Derivatives*, 2006, pp. 43-46.

<sup>(41)</sup> Vid. sobre estos instrumentos, BIS, *Credit Risk Transfer*, 2003, p. 4, que distingue entre *risk shedders* (también conocidos como *protection buyers*, *risk sellers* e *insureds*) y *risk takers* (también denominados *protection sellers*, *risk buyers*, *insurers* y *guarantors*). Los denominaremos transferente del riesgo (*transferor periculi*) y asuntor del riesgo (*assumptor periculi*), mejor que comprador y vendedor de protección. Aunque exista una fuerte inclinación a aproximar negocios variados a la órbita de la compraventa, la compraventa no es un negocio con causa variable o fungible, porque supondría desnaturalizarla y atribuirle un esquema negocial incompleto.

textos de favor y de dineros, hay quienes se prestan a operaciones por cuenta de quien les proporcione una adecuada reducción del riesgo. No pocas veces se emplean garantías para un fin que no es la reasignación de riesgos; sino que su **causa concreta** o impulsiva es promover y lograr la interposición ilícita.

Ya se ha escrito mucho sobre las “coberturas del riesgo de crédito con garantías personales” o “mediante garantías reales o instrumentos similares” (tal y como se definen estas expresiones en el art. 4 (30) y (31) Dir. 2006/48). Todas estas garantías pueden integrar la base de las presunciones de interposición; pero interesan especialmente en este trabajo aquellos instrumentos de cuño reciente, idóneos para la creación de titularidades formales, como los que a continuación se revisan.

#### B) Instrumentos de gestión del riesgo

Los instrumentos varían en función del *riesgo gestionado*.

##### a) *Riesgo de mercado*

El riesgo de mercado, de diferencial de la inversión o de fluctuaciones adversas del valor de la inversión se gestiona mediante operaciones a plazo o aplazadas (*forward*), si bien su función económica queda suplida actualmente por opciones y futuros financieros normalizados. Por ejemplo, una opción de venta (*put*) permitirá cubrirse de los descensos de cotización por debajo del precio de ejercicio, durante un plazo (si la opción es americana) o al vencer su término (si es europea).

En operaciones a medida de las partes (OTC), destaca a nuestros efectos el cambio financiero de activos<sup>(42)</sup>. En su variante más simple (*plain vanilla*), el **cambio financiero de activos** (*asset swap*) supone que, durante un plazo determinado, dos partes se intercambian los rendimientos de sus respectivos activos, sean éstos reales o nocionales. Lo más común es cambiar la renta fija de un valor por un interés variable sobre el nominal. Si el activo de referencia son acciones o una cartera de acciones, estaremos ante el contrato de **cambio financiero de acciones** (*equity swap*).

(42) Aunque el *Contrato Marco de Operaciones Financieras* (CMOF) de la AEB y la Dir. 48/2006, denominan “permutas” a los “swaps”, los *swaps* no son permutas en el sentido pensado por el Código Civil (art. 1538 CC) que contrapone sistemáticamente “cosa” a “dinero”, sino negocios conmutativos de la clase *do ut des*, por lo que prefiero la denominación de “contratos de cambio financiero” de corrientes de pagos. Por otra parte, en EE.UU., la sec. 303 de la *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 excluyó los *swaps* de la definición de valor (*security*). No es irrelevante, v. gr. para imponer o no deberes de transparencia frente a la contraparte. En España, la doctrina mayoritaria apartaba los derivados del concepto de valor negociable. *Vid.* las interesantes consideraciones de Aníbal SÁNCHEZ ANDRÉS, “Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión”, *RDBB*, 99, 2005. La última legislación contempla los instrumentos financieros como un supraconcepto que sí incluiría los derivados. Así, el art. 4.1 17) Dir. 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, los define con un sistema de lista; mientras que el art. 3.1 e) Dir. 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, aporta una definición vaguísima de instrumento financiero: “cualquier contrato que dé lugar tanto a un activo financiero de una parte como a un pasivo financiero o instrumento de capital de otra parte”.

El cambio financiero de activos puede añadirse a las **posiciones con provisión de fondos**, muy pertinentes a este trabajo, en las que la adquisición del activo subyacente se financia con un préstamo. Por ejemplo, una entidad de crédito presta a un fondo de gestión alternativa (*hedge fund*) o fondo de inversión libre (FIL) en la denominación reglamentaria española (RD 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de las IIC, modificado por RD 362/2007), adeudando el prestamista los flujos de caja del activo y las apreciaciones, a cambio de un interés variable y las depreciaciones, liquidándose estas partidas por diferencias. En estos supuestos, el intermediario no tiene cubierto el riesgo; pero que no concurra este indicio o la base de la presunción normativa de interposición no impide, en su caso, probar una posible interposición por otros medios, especialmente si ninguna otra entidad habría financiado la operación, o si se financió no en condiciones de mercado sino en tan ventajosas que quepa inferir un interés dominante del financiador al que se subordine jurídicamente el del financiado. Aunque la prueba del juego de intereses puede complicarse, hallaremos un indicio poderoso de interposición cuando a la posición financiada se le agrega un *swap* que cubre el riesgo de mercado en cuanto, al término del *swap*, el prestatario goce de la facultad de sustituir la restitución del principal del préstamo por la dación en pago de las mismas acciones o de su valor cotizado. Así, el testafarro quedaría como titular de unas acciones sin riesgo de mercado.

La modalidad máxima de cambio financiero de activos es el contrato de **cambio financiero de todos los rendimientos** (*total return swap* o “TRS”) o “permuta financiera de tasa de rendimiento total” (en traducción desafortunada del Anexo VIII Dir. 2006/48). El TRS es un contrato en cuya virtud se intercambian los intereses devengados por un activo de referencia así como su plusvalía o minusvalía, por intereses calculados sobre un nocional igual al principal del activo de referencia. En definitiva, el receptor de todos los ingresos asume el riesgo económico total —de mercado y de crédito de contrapartida—; mientras que el pagador sólo tiene el riesgo de crédito de contrapartida (según define este riesgo el Anexo III, Parte I Dir. 2006/48)<sup>(43)</sup>.

El TRS, como todo derivado, compensa los eventos en el mercado de contado; pero su finalidad primordial no es cubrir el riesgo de crédito sino el riesgo de mercado,

---

<sup>(43)</sup> En los últimos tiempos, en el contexto de la OPA sobre Endesa, con la documentación ISDA y sujetas a ley inglesa, se perfeccionaron con fecha 1 y 2 de marzo de 2007, las *Share Swap Transactions* (o *total return equity swaps*) de Enel Energy Europe, S.r.L. (filial de ENEL S.p.A.) con UBS y con Mediobanca sobre un 7% y un 5% de las acciones de la eléctrica española, con la facultad de Enel de exigir la prórroga o la terminación del Swap y la liquidación por entrega de las acciones a su vencimiento, previa aprobación de la Comisión Nacional de la Energía y del cumplimiento de la demás normativa aplicable. Posteriormente, el 26 de marzo de 2007, E.ON formalizó con Cajamadrid, condicionado al mantenimiento de la OPA alemana, un *equity swap* sobre la participación de la Caja española en Endesa de casi el 10% de las acciones, por un plazo de dos años, pudiendo optar E.ON a su vencimiento por una liquidación por diferencias sobre un precio de referencia de 40 € o por la entrega de las acciones. En todos los instrumentos descritos hubo cobertura del riesgo, aunque el arreglo final frustró la posibilidad de que el asunto de la interposición de personas entrara en liza.

por lo que incluirlo en los derivados “de crédito” es equívoco, si no erróneo<sup>(44)</sup>. Es más, en bastantes ocasiones, su causa concreta es la creación de una titularidad formal del accionista y una titularidad sintética del asuntor del riesgo. El TRS es un buen disfraz del interpósito, que ostentaría los derechos políticos frente a la sociedad, sin los derechos económicos.

Así se comprueba que el TRS puede constituir una transmisión sintética<sup>(45)</sup>. Y según lo explicado para todo cambio financiero de activos, el TRS puede añadirse a una posición con provisión de fondos, lo que sería un claro exponente de interposición fiduciaria: el prestatario adquiere las acciones para luego transferirlas sintéticamente al prestamista (o a un tercero en connivencia). Finalmente, no debe confundirse el caso descrito con el del TRS que, al igual que la tradicional *retentio possessionis*, sirve de indicio a una venta en garantía (*fiducia cum creditore*): en garantía del préstamo recibido, el prestatario vende las acciones adquiridas al prestamista con quien simultáneamente perfecciona un TRS bajo el cual el prestatario y vendedor aparente recibe todos los rendimientos de la cosa y asume todos los riesgos<sup>(46)</sup>.

#### b) *Riesgo de crédito*

El riesgo de crédito o de incumplimiento de la contraparte se elimina o mitiga, en primer lugar, con “coberturas del riesgo de crédito mediante garantías reales o instrumentos similares”, por las que, como prevé el art. 4(31) de la Directiva 2006/48 para las entidades de crédito, la reducción del riesgo de crédito de la exposición se deriva del derecho del acreedor —en caso de impago de la contraparte o si se producen otros eventos de crédito especificados en relación con la contraparte— de liquidar (*ius distrahendi* de las garantías físicas), obtener la transferencia o la propiedad (pacto marciano, no comisorio, como en los acuerdos de garantía financiera<sup>(47)</sup>), retener determinados activos o importes, reducir el importe de la exposición o sustituirlo por el importe correspondiente a la diferencia entre el importe de la exposición y el importe de un crédito sobre el acreedor (compensación o *netting*). Conviene aclarar que la facultad de apropiarse el activo no tiene sentido en el negocio por persona interpuesta

---

(44) También plantea dudas sobre su inserción en los derivados de crédito, entre otros, FEDER, N.M., *Deconstructing Over-the-Counter Derivatives*, Colum. Bus. L. Rev. 2002, p. 712. FACULTY & INSTIT. OF ACTUARIES, Derivatives Working Group, *Credit Derivatives*, 2006, p. 26, distingue los *default products*, de los *spread products* y de los *risk-transfer products*, comprendiendo éstos el TRS y la titulación sintética.

(45) Igualmente, ASSOCIATION DES BANQUES ET BANQUIERS LUXEMBOURG, *Luxembourg Financial Products and Services. A Guide*, Luxemburgo, 2000, p. 78.

(46) NIRENBERG y KOPP, *Credit Derivatives: Tax Treatment of Total Return Swaps, Default Swaps, and Credit-Linked Notes*, J. Tax'núm. 87, 1997, p. 83. Por ejemplo, en las operaciones *Cerberus* y *Hawaii*, Enron empleó las estructuras de financiación fuera de balance con un TRS que disimula financiación garantizada con las propias acciones transmitidas.

(47) Arts. 4 Dir. 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera y Undécimo RDL 5/2005, de 11 de marzo, que la transpone.

porque la *causa simulandi* es precisamente evitar la titularidad, a menos que se busque simplemente retardar la entrada del activo en el patrimonio de la persona encubierta mediante una ejecución fingida diferida.

Asimismo, en las “coberturas del riesgo de crédito con **garantías personales**”, la reducción del riesgo de crédito de la exposición de un acreedor se deriva del compromiso por parte de un tercero de abonar un importe en caso de impago del prestatario o de otros eventos especificados (para las entidades de crédito, cf. art. 4(32) Dir. 2006/48). Entre las garantías personales se enuncian las garantías de firma, los compromisos de indemnidad, la subparticipación crediticia y los seguros, como el seguro de caución (art. 68 de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro) y el seguro de crédito (art. 69 LCS).

Además, sirven a la misma finalidad de cobertura los **derivados de crédito** <sup>(48)</sup>. Es posible intercambiar financieramente riesgos de crédito, es decir, las corrientes de pagos procedentes de fuentes de crédito (*credit swaps*). El más celebre de los derivados de crédito es la **permuta financiera por impago crediticio** (*credit default swap* o “CDS”), definible como un contrato de cambio financiero por el que la parte que asume el riesgo a cambio del cobro periódico de una prima fija (“vendedor de protección”) se obliga a efectuar un pago a la parte que transfiere el riesgo (“comprador de protección”) para el caso de acaecer determinado suceso (*credit event*) en una obligación o entidad de referencia <sup>(49)</sup>. Aunque un CDS, como toda cobertura, puede indicar o basar la presunción de interposición, las prohibiciones de adquisición más comunes tienen por objeto activos de riesgo crediticio nulo o escaso (como las acciones), por lo que las interposiciones ilícitas más bien suelen instrumentarse con los *swaps* de activos. Sí son más plausibles las intestaciones del suscriptor de renta fija, con mayor riesgo de crédito. Por ejemplo, las reglas defraudadas podrían ser las que imponen en sectores regulados una determinada composición de la cartera de activos.

---

<sup>(48)</sup> Últimamente, *vid.* ISDA, *2003 Credit Derivatives Definitions*, 2003, en [www.isda.org](http://www.isda.org). V. también, limitándonos a la doctrina jurídica, BROWN, C., *Legal and Regulatory Aspects of Credit Derivatives*, *Fin. Derivatives & Risk Mgt.* 5, 1996; HENDERSON, S., *Credit Derivatives Part 3: Selected Legal Issues*, Butterworths *J. Intl. Banking & Fin. L.* 5, 1999; HUDSON, A. (ed.), *Credit Derivatives: Law, Regulation and Accounting Issues*, Sweet & Maxwell, Londres, 2000; FIRTH, S., *Credit Derivatives: The Legal and Regulatory Issues*, Linklaters, 2001; GOODMAN, R., *The Classification and Regulation of Credit Derivatives*, *Can. Bus. L. Rev.* 2004; COLLINS y SACKMANN, *Assesing the Legal and Regulatory Environment for Credit Derivatives*, ABA Annual Meeting, *Sec. Bus. L.*, 2003; KRAMER y HARRIS, *Credit Derivatives Post-Enron*, en Culp y Niskanen (ed.), *Corporate Aftershock*, CATO Inst., 2003, cap. 12; y NY St. B. Assn., *Report on Credit Default Swaps*, 2005.

<sup>(49)</sup> Respecto al CDS, alguna doctrina y la Dir. 48/2006 separan este contrato de las garantías personales, no así el extinto IASC, *Guía de Implementación*, 2002, pp. 3 y ss., respecto a NIC 39 sobre *Instrumentos Financieros: reconocimiento y valoración* (adoptada en la UE por los Reglamentos UE 2086/2004 y 2236/2004). Desde una perspectiva jurídica, *vid.* CUENCA MIRANDA, “Los derivados de crédito: el contrato de ‘credit default swap’”, *RDBB* 78, 2000; ROSSELL PIEDRAFITA, “Cuestiones de calificación de los swaps de crédito”, *RDBB* 80, 2000; y TELESCA, M., “Analysis of Credit Default Swaps: Market, Applications and Legal Issues”, *Riv. Dir. Bancario*, noviembre 2003. Una visión multidisciplinar en PÉREZ RAMÍREZ, *Los derivados de crédito*, *Estabilidad Fin.* 3, 2002, p. 59.

Finalmente, también reducen el riesgo de crédito los **negocios de garantía atípicos** (*atypischen Sicherungsgeschäfte*) entre los que destacaríamos, a los efectos aquí tratados, el acuerdo de **subordinación de créditos**, especialmente la subordinación convencional relativa de los créditos del interponente al del interpósito. Ciertamente, el pacto de subordinación es más propio de las actuaciones en concierto, en interés común de los coacreedores, formando parte del *intercreditor's agreement*, pero no es descartable que el interpósito condicione su intervención a la posposición de los créditos de la persona encubierta.

#### IV. EJEMPLOS COMUNES DE INTERPOSICIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES

##### 1. Los repos y otras operaciones de financiación con valores

Los **repos** (*securities repurchase agreements*) u operaciones de compraventa con pacto de recompra<sup>(50)</sup> así como los préstamos de valores<sup>(51)</sup>, podrían albergar una causa ilícita de intestación: sacar temporalmente del balance determinados activos, lo justo para pasar una auditoría, un examen de calificación crediticia o para no traspasar límites de capital en un momento relevante<sup>(52)</sup>.

No obstante, no pueden considerarse definitivamente transmitidos, porque no hay transmisión auténtica (*true sale*) o “corte limpio” (*clean break*) o desvinculación (*de-linkage*), los activos pendientes de una eventual retroventa (derecho de readquisición o *pactum de retrovendendo*) o de una retrocompra (derecho de retorno o *pactum de retroemendo*), o de la repetición del cesionario contra el cedente en caso de impago (llamada “recurso” en el mundo del *factoring*). La posibilidad de aislar los activos en otras manos mediante estas operaciones tampoco tiene respaldo **contable**, en cuanto la Norma Internacional de Contabilidad adoptada por la UE (NICE) 39(38) impide cancelar del balance (*derecognition*) los activos sobre los que el transmitente no pierde el control (hay *post-transfer control*); por ejemplo, si el transmitente tiene derecho a readquirir el activo (a menos que el activo sea fácilmente obtenible en el mercado o la readquisición se haya pactado a su valor razonable), si el transmitente tiene el derecho y la obligación de rescatar el activo transferido en unas condiciones que garanticen al

<sup>(50)</sup> Cf. la definición legal del “pacto de recompra” y del “pacto de recompra inversa” en el art. 3.1.m) Dir. 2006/49/CE del Parlamento Eur. y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición).

<sup>(51)</sup> Cf. la definición legal del “préstamo de valores o materias primas” y de la “toma de valores o materias primas en préstamo” en el art. 3.1.n) Dir. 2006/49/CE; y sus finalidades lícitas previstas en el art. 36.7 LMV.

<sup>(52)</sup> CHOUDHRY, M., *Fixed-Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation*, Bloomberg P., 2005, p. 183, equipara los TRS a repos sintéticos. También apuntó su equivalencia a los préstamos de valores sintéticos, IOSCO, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, julio 1999, pp. 15 y 72.

receptor un rendimiento similar al de un prestamista<sup>(53)</sup>, o si el activo no es fácilmente obtenible en el mercado y el transmitente ha asumido todos los riesgos y las ventajas de la propiedad mediante un contrato de cambio financiero o mediante una opción de venta mantenida por el receptor<sup>(54)</sup>.

## 2. El desglose de la participación

### A) Las restricciones estatutarias al derecho de voto

Un supuesto común de intestación es el desglose de la participación social en dos o más personas, como subterfugio para eludir la limitación estatutaria del voto consistente en un número máximo de votos por socio (arts. 38 LSA de 1951 y 105.2 LSA vigente)<sup>(55)</sup>. Una restricción estatutaria de este simple tenor no impediría la concertación, esto es, un pacto parasocial o un acuerdo puntual para votar conjuntamente en determinado sentido. Ahora bien, si no existiera una alteridad sustancial entre los votantes porque uno de ellos fuera, en verdad, un prestanombre del otro, el voto de ambos habría de limitarse como si hubiera sido emitido por una misma persona.

Las restricciones al derecho de voto son habituales en las sociedades cotizadas como medida anti-OPA en su modalidad de **blindaje estatutario**. El blindaje puede neutralizarse opcionalmente en la junta general de accionistas (arts. 11 Dir. 2004/25, 60.ter LMV y 29 RDOPAS); pero si no fuere neutralizado y el acuerdo se adoptare con una mayoría alcanzada precisamente por haberse infringido la limitación, ilícitamente, el acuerdo será anulable por contrario a los estatutos<sup>(56)</sup>. Dicho esto, la bondad de los blindajes es una cuestión abierta y, de hecho, la conclusión más extendida es que los

---

<sup>(53)</sup> Por ejemplo, Enron no vendió sino que fue deudor en la *Bammel Gas Trust Transaction* en la que reconoció anticipadamente ingresos mediante la “venta” de gas licuado a una entidad instrumental, pero soportando Enron los riesgos económicos de la operación, ya que el efecto combinado de lo pactado era un derecho de retorno del gas sin riesgo para el “comprador”.

<sup>(54)</sup> En los EE.UU., la norma equivalente sobre transferencia de activos financieros es FAS núm. 140 que impone tres condiciones para estimar la pérdida de control (con el antecedente de FAS núm. 120): la condición de aislamiento legal, la de que el adquirente pueda gravar o disponer y la ausencia de derecho de readquisición del transmitente.

<sup>(55)</sup> Lo trató en la doctrina mercantil clásica César VIVANTE, *Gli azionisti fiduciari nelle assemblee delle società per azioni*, Riv. dir. comm. I, 1903, p. 167, para quien el accionista fiduciario es un mandatario del socio. En España, cf. URÍA, MENÉNDEZ y MUÑOZ PLANAS, *La Junta General de accionistas*, t. V del *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. Uría, Menéndez y Olivencia, Civitas, Madrid, 1992, p. 190; TOBÍO RIVAS, *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (art. 105 LSA)*, Civitas, Madrid, 1995, p. 171; RECALDE CASTELLS, en *Comentario a la LSA*, t. II, dir. Arroyo y Embid, Tecnos, Madrid, 2001, p. 1033; Javier GARCÍA DE ENTERRÍA, “La limitación estatutaria del número máximo de votos de un accionista. Operatividad y aplicación práctica”, *La Ley* núm. 5473, 2002, y SÁNCHEZ CALERO, *La Junta General en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, p. 297.

<sup>(56)</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “La limitación del número máximo de votos correspondientes a un mismo accionista (con especial referencia a los bancos privados y al mercado de valores)”, *RDBB* 42, 1991, p. 312.

repelentes estatutarios de eventuales adquirentes perjudican más que benefician la cotización. Por esta razón, en bastantes supuestos es bien posible que el interés preponderante no sea el de los beneficiarios del blindaje sino el de los socios concertados. Contrariamente a la intestación simulada absolutamente, porque su misma falta de sustancia debe privarle de todo efecto en beneficio de los simulantes; en la interposición real y en la simulada relativamente, siempre que el negocio disimulado desglose realmente la titularidad de las acciones, estimo que no debe operar la limitación porque no debe favorecerse la quiebra del principio de proporcionalidad entre el número de títulos y el número de votos (*ex arts. 10 y 50.2 LSA*)<sup>(57)</sup>.

#### B) El desglose para no superar umbrales

Igualmente suele recurrirse al ardid del desglose para no superar umbrales jurídicamente relevantes, en particular, para no traspasar los de autocartera (art. 75-2.<sup>a</sup> LSA); los de participaciones significativas en sociedades cotizadas (arts. 9, 10 y 13.1 Dir. 2004/109/CE; 11 Dir. 2007/14; 53 LMV, desarrollados por el capítulo I del título II del RD 1362/2007, de 19 de octubre), en las empresas de servicios de inversión (art. 69 LMV), en las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (arts. 31.6 y 44 bis.3 LMV, desarrollado por RD 361/2007, de 16 de marzo) y en las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras [arts. 27 L. 25/2005, de 24 de noviembre y 29 de su Reglamento, mencionando en los arts. 37.d) y 79 a las personas interpuestas]. Distintamente, a las entidades de crédito no les computa a efectos de participaciones cualificadas no financieras, las acciones o participaciones poseídas temporalmente en nombre propio pero por cuenta de terceros (art. 121 Dir. 2006/48).

También es sumamente reseñable la **participación de control** (art. 4 RDOPAS) que desencadena la obligación de formular una OPA (art. 3 RDOPAS). El artículo 5.1.d) RDOPAS sobre *Cómputo de los derechos de voto* declara que se atribuirán a una misma persona “los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta”.

### 3. Los escuderos blancos

En el escenario de una oferta pública de adquisición de acciones, al igual que se conoce la figura del paladín o caballero blanco (*white knight*) que asiste a la sociedad afectada formulando una oferta competidora; destaca la del escudero blanco (*white squire*). Un **escudero blanco** es un tercero de confianza que, en el marco de una oferta pública de adquisición sobre una sociedad afectada, adquiere o retiene una participa-

<sup>(57)</sup> Vid. la defensa del principio de paridad de SÁNCHEZ ANDRÉS, *Comentario al artículo 50*, en t. III del *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, cit., 1992, pp. 318 y ss.; y, recientemente, ARIÑO ORTIZ, “Los blindajes: ¿pero de quién es la empresa?”, *La Ley* núm. 6685, 2007.

ción de sus acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto, en nombre propio pero por cuenta e interés de un beneficiario, quien ofrece una contraprestación eficaz o elimina de forma relevante el riesgo de dicha adquisición o retención. Normalmente, el beneficiario es el socio de control de la sociedad afectada por la OPA o sus administradores.

Indudablemente, el escudero blanco actúa en concierto con el beneficiario de su actuación, pero la **actuación concertada** es un concepto más amplio, tal y como se define en el artículo 5.1.b) RDOPAS o según su significado tradicional de reserva recíproca entre los contratantes, llamada “colusión” si es en perjuicio doloso de tercero. Pero un acuerdo de control o un pacto parasocial no basta para calificar a la contraparte del pacto como interpósito. Estrictamente, el escudero blanco es un prestanombre o un fiduciario, una “persona interpuesta” a los efectos del art. 5.1.d) del mismo texto reglamentario. Por ejemplo, es un negocio fiduciario el resultante de un proceso de *greenmail* (palabra combinada de *green* —verde como los dólares— y *blackmail* —chantaje o extorsión—) por el que un adquirente minoritario compra a mercado abierto y plantea a la administración incumbida la disyuntiva de adquirir él el control de la empresa (marcándose o no un farol) o bien que le cubran su riesgo de mercado, esto es, que le recompren a plazo su paquete de acciones a un precio superior al cotizado, para comprometer su aquietamiento (pacto de no agresión, de *statu quo* o *standstill agreement*).

La actuación del escudero debe estar **inducida** por el interponente. No es necesario que la contraprestación o la influencia del interponente sea la única causa de la decisión del escudero, pues basta un papel relevante o sustancial en la adopción de la decisión. Por el contrario, no hay causalidad si el supuesto escudero decide su juicio por otros medios; es decir, si preponderan decisivamente otros motivos para actuar de modo que, aun sin arte ni parte del beneficiario, no habría variado su conducta (*omni modo facturus* o *would have dealt anyway defence*).

Sobre la licitud de la defensa del escudero blanco, como medida defensiva no consumada en el momento de la OPA<sup>(58)</sup>, sería una **acción frustrante**, expresamente prohibida si procede de los administradores por vulnerar la regla de pasividad o de “manos quietas” (prevista en los arts. 9.2 I Dir. 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición y 60 bis LMV), cuyo incumplimiento es una infracción muy grave [art. 99 r).bis LMV]. En particular, se aplicaría el artículo 28.b) RDOPAS que prohíbe “actos dirigidos a fomentar la compra” de los valores afectados. Entre estos actos o incentivos contractuales (*inducements*), se comprendería cualquier modalidad de asistencia financiera, el ofrecimiento o promesa de una contraprestación eficaz, así como la eliminación relevante del riesgo de la inversión, por

---

(58) Entre otros documentos, se reconoce la importancia de esta barrera contractual a la adquisición en el Anexo 4 del HIGH LEVEL GROUP OF CO. L. EXPERTS, *Report on Issues Related to Takeover Bids* o *Informe Winter sobre OPAS*, Bruselas, enero 2002.

ejemplo con derivados<sup>(59)</sup>. También, cualquier incentivo para que el escudero retenga los valores y no acuda a la oferta, porque aunque esto no sea “fomentar la compra”, sí es una operación sobre los valores que, conforme a la cláusula general, puede impedir el éxito de la oferta.

En otros países, la medida defensiva del escudero blanco tiene más visos de prosperar como **píldora venenosa** (*poison pill*), cuando la Junta ya aprobó una emisión de acciones y confirió a los administradores la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente, de modo que puedan colocarlas en quienes deseen. En España, sobre las decisiones previas a la OPA y no aplicadas, el artículo 28.2 RDOPAS otorga la última palabra a los accionistas, en cuanto “la junta general deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta”.

Por último, para estas y otras maquinaciones con ocasión de **ofertas competidoras**, no huelga recordar la existencia de un artículo olvidado: el 262 del Código Penal, único del capítulo “de la alteración de precios en concursos y subastas públicas”. Aunque no se acostumbra a mentar el Código punitivo en el mundo de los negocios y de los caballeros de cuello blanco, la ley es igual para todos.

#### 4. La manipulación de mercado con simulación subjetiva

##### A) Aclaraciones previas<sup>(60)</sup>

##### a) *Procedencia del término “abuso de mercado”*

El “abuso de mercado” es un neologismo británico (*market abuse*), no recibido en el Diccionario de la Lengua, que ha saltado al continente a través de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), en adelante, “DAM”. La expresión se ha alojado en nuestros cuerpos normativos primero en sede reglamentaria (RDAM) y, tras la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, intitulando el capítulo II del título VII de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>(59)</sup> Este uso torticero de los *equity swaps* se manifiesta en todo el mundo financiero. Por ir más lejos, en Australia, cf. *In the matter of Austral Coal 02* [2005] ATP 13, resolución de técnica depurada que aprecia concertación entre quien intentó tomar una participación estratégica oculta y los bancos de inversión intermediarios.

<sup>(60)</sup> Vid. de organismos públicos e internacionales, IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, mayo 2000; CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 - first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, CESR/04-505b; y FSA, *Implementation of the Market Abuse Directive*, Policy Statement 05/3, marzo 2005. En la doctrina, entre otros, ALEMANY EGUIDAZU, *La manipulación de los mercados de valores*, Dijusa, Madrid, 2001; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, en Sánchez Calero y Sánchez-Calero Guilarte (coords.), *Comentario a la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003, pp. 306-373; AVGOULEAS, E., *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford U.P., Oxford, 2005; y SWAN, E.J., *Market Abuse Regulation*, Richmond L. & Tax, Richmond, 2006.

Diversamente, en los Estados Unidos de América el término *market abuses* es un concepto vulgar, no un concepto legal. Esto se debe, entre otras razones, a que el abuso de mercado no es un concepto claro y distinto, ni compacto, pese a las palabras de la Exposición de Motivos del RDAM. Muy al contrario, la unidad del abuso de mercado es meramente aparente, pues algunas conductas responden a una deslealtad o abuso de confianza (el abuso de información privilegiada); o, distintamente, son producto del fraude o maquinación (la manipulación informativa y la operativa engañosa) o bien se prevalecen de una posición dominante, esto es, de la fuerza (la manipulación operativa que crea escasez). Desde un enfoque teleológico, verdaderamente todas las conductas de abuso de mercado perjudican la llamada integridad del mercado. La pureza del mercado (*fairness*) es indispensable para mantener la confianza de los inversores en el sistema financiero. Los inversores evitarán operar en mercados en los que se produzcan abusos, con lo que aumentará el coste de financiación de las empresas. Ahora bien, todas las sanciones previstas en la Ley del Mercado de Valores tienden a garantizar, directa o indirectamente, la limpieza del mercado; y no por ello deben recibir el mismo tratamiento jurídico.

b) *Concepto de abuso de mercado*

El abuso de mercado es un hipérmimo que abarca el abuso de información privilegiada y la manipulación de mercado (*vid.* el propio título de la Directiva de Abuso de Mercado). A su vez, la manipulación de mercado reviste dos modalidades: la manipulación informativa y la manipulación operativa. Por tanto, la información y las operaciones son los dos instrumentos de manipulación o cosas inmediatamente manipuladas.

Con estos instrumentos, las cosas mediatas manipuladas son, comúnmente, dos variables: el precio o el volumen de contratación. Así, dentro de la manipulación de mercado puede hablarse de una **manipulación de cotizaciones** y de una **manipulación de volúmenes**. Los instrumentos manipuladores y las variables manipuladas son combinables: manipulación informativa de cotizaciones, manipulación informativa de volúmenes, manipulación operativa de cotizaciones y manipulación operativa de volúmenes. No obstante, la manipulación informativa de volúmenes es empíricamente menos frecuente.

B) La manipulación informativa con simulación

La manipulación informativa puede concurrir con maquinaciones en sentido estricto o *action-based manipulation* o *manipulating devices* [se corresponde con los arts. 1.2.b) DAM y 83 ter b) LMV]<sup>(61)</sup>. Además, estas maquinaciones para alterar el precio de las cosas frecuentemente serán subsumibles en el tipo del artículo 284 del

---

(61) El término *devices* procede de Sec. 10(b) Exchange Act, 15 U.S.C. §78j(b), desarrollada por la SEC, Rule 10b-5, *Manipulative and Deceptive Devices and Contrivances*, 17 C.F.R. §240.10b-5. Se definen por el TS EE.UU. en *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976). Antes, la Glosa distinguía entre la *fallacia* o simulación verbal y la *maquinatio* o simulación real.

Código Penal. La *Financial Service Authority* británica incluye aquí, entre otras, las operaciones para la ocultación de la propiedad en interpósitos, por ejemplo, con técnicas de intestación o aparcamiento de acciones (*parking*) que, además, puede efectuarse mediante derivados. Asimismo, son maquinaciones las pergeñadas con escuderos blancos para bloquear una OPA, mediante pactos de recompra o concediéndoles opciones de venta a un precio de ejercicio superior al de la OPA, garantizando así plusvalías diferidas a quien mantenga la participación sin aceptar la oferta.

### C) La manipulación operativa con simulación

La manipulación de mercado operativa o *trade-based manipulation* [artículo 83 ter.a) de la LMV] reviste dos modalidades según el objeto: manipulación de cotizaciones o **evolución artificial de cotizaciones** (*price positioning*) y la manipulación de volúmenes de contratación. Generalmente, los negocios simulados se instrumentan para la manipulación de volúmenes que, a su vez, presenta dos variantes: la manipulación basada en la negociación y la creación de escasez.

#### a) Manipulación basada en la negociación

La manipulación basada en la negociación (*false/misleading/manipulating transactions*) comprende, entre otras conductas:

1.<sup>a</sup>) La **simulación de transferencias** (*wash trades*) mediante la venta o compra de un instrumento financiero sin alterar los provechos económicos del titular real o su riesgo de mercado; o en los que la transferencia de los provechos o del riesgo de mercado sólo se da entre los simulantes. En estas operaciones siempre existe simulación causal; a veces, también, simulación subjetiva, especialmente en los aparcamientos de acciones. El art. 99.s) de la Ley del Mercado de Valores sanciona esta operativa como infracción muy grave: “La realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya obtención directa implicaría, al menos, la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos”. Este ilícito entrará en concurso ideal o real con otros cuando, además, el negocio o la conducta encubierta sean ilícitos <sup>(62)</sup>.

2.<sup>a</sup>) La **asignación fraudulenta de resultados**, denominándose **órdenes ilícitas previamente casadas** (*improper matched orders*) las operaciones en las que tanto la orden de compra como la de venta se introducen con los mismos (o suficientemente parecidos) precio y cantidad por personas en concierto, a menos que las operaciones sean negocios legítimos ejecutados conforme a las reglas del correspondiente merca-

(62) Por ejemplo, en STS 3.<sup>a</sup> rec. 1042/1997, 31-3-2003 y 1042/1997, 10-3-2003, *Sistemas Financieros-Ibercorp*, donde concurre otra infracción por manipulación de la cotización [art. 99.i) LMV] mediante la compra de autocartera por sociedades instrumentales. Las SSTS 3.<sup>a</sup> rec. 1/1996, 20-5-1999, 2/1996, 17-11-1998 y 9/1996, 8-2-1999, *General de Mediación y Bolsa*, apreciaron concurso real entre la simulación de transferencias y las irregularidades contables.

do. En estas órdenes, la transmisión es real pero la causa es ilícita. La transmisión puede ser bilateral o circular<sup>(63)</sup>. Nos interesan especialmente porque un posible móvil ilícito es la asignación fraudulenta de resultados (*fraudulent profit or loss allocation* o *rat trading* o “método del porrazo” para sus artífices patrios), conseguida mediante la retransmisión sucesiva a distintos precios, beneficiando a una sociedad y perjudicando a otras “sociedades basurero”.

Una modalidad de esta maquinación es la ejecución de aplicaciones o el *swit-ching*, por el que el intermediario (cooperador necesario) abusa de un contrato de gestión discrecional de carteras, cruzando o rotando el valor en las carteras de los clientes. Estaríamos en un caso de voluntad supuesta de los clientes que, además, hoy contraviene los artículos 48 sobre *Acumulación y atribución de órdenes* y 49 sobre *Acumulación y atribución de operaciones por cuenta propia* de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006<sup>(64)</sup>.

#### b) *Creación de escasez*

Las conductas que crean escasez en el mercado se estudian bajo las denominaciones de acaparamiento y restricciones abusivas (*abusive squeezes*) de demanda o de oferta. Aquí interesa el acaparamiento, porque a menudo se consigue por aparcamiento de acciones, que es un caso de intestación. El acaparamiento puede ordenarse a la reducción del free-float (**acaparamiento ordinario**); o, además, prevalerse del control de ambos lados del mercado —oferta y demanda— (agio o especulación abusiva); o tratarse del control simultáneo del mercado de contado y del de derivados (*cornering*).

### 5. Las entidades de interés variable

A comienzos de los noventa, muchos operadores con derivados vieron degradada su calificación crediticia. Para mantener una calificación competitiva, algunos constituyeron filiales con fondos propios reforzados, las llamadas **filiales de productos derivados** (*derivative product subsidiaries* o “DPSs” o “DPCs”)<sup>(65)</sup>. Además, la filial concertaba con la matriz un contranegocio adosado, simétrico al celebrado con el

---

<sup>(63)</sup> Como en la STS 3.<sup>a</sup> rec. 1291/1998, 4-4-2003, *Eurocapital, S.V.B.* sobre los valores de Inmobiliaria Alcázar.

<sup>(64)</sup> Cfr. la SAN, Sala de lo Panl, sec. 4.<sup>a</sup>, 18/2008, 25-3, recurrida en casación, responsabilidad civil de la Sociedad de Valores y Bolsa que firmó un contrato de subcustodia de valores de los clientes de Gescartera, con posible infracción de la Norma 12.<sup>a</sup> sobre *Control de saldos de clientes* de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que impone requisitos para la utilización de cuentas globales u “ómnibus”. Se modificó la Norma por la Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos.

<sup>(65)</sup> Vid. GORIS, P., *Derivative Product Subsidiaries: The Counterparty's View*, J. Intl. Bus. L. 9, 1994, p. 345.

tercero, neutralizando así el riesgo. Las DPSs hoy podrían comprenderse en el género más amplio de las **entidades de interés variable** (VIEs) que, con un enfoque de substancia económica más que de control jurídico, consolidan no sólo cuando la matriz ostenta la mayoría de los derechos de voto (cf. art. 42.1 CCom), sino también cuando la sociedad controlante soporta la mayor parte del riesgo de las actividades de la VIE o se beneficia de la mayoría de los rendimientos remanentes<sup>(66)</sup>.

El problema de estas estructuras de VIEs interpósitas es el impacto en la solvencia del “grupo” y lo que sucede si la matriz entra en concurso. En el Derecho concursal español, incluso ante grupos en sentido estricto, la regla general es no extender el concurso, máxime en sentido descendente<sup>(67)</sup>. Con una “**regla de continuación**”, la VIE subsiste como contraparte de los derivados, pero queda en descubierto y será incierto si podrá reemplazar los contratos terminados con otros nuevos. Por el contrario, con una “**regla de liquidación**” la quiebra de la matriz es un supuesto de amortización anticipada del derivado, por lo que será preciso calcular su valor liquidativo<sup>(68)</sup>.

## 6. Los vehículos

Los **vehículos** (*conduits*) son personas interpuestas que por su intermediación transforman la naturaleza de las corrientes de pagos respecto de terceros y que dan acceso al mercado de un activo a quienes no se lo permiten razones económicas (v. gr. por baja calificación crediticia) o jurídicas (v. gr. por regulación prudencial o por políticas vinculantes de inversión). Pues bien, la magia de estas estructuras no debe

<sup>(66)</sup> FASB, *Interpretation núm. 43*, 2003, cuya *ocassio* es Enron (v. gr. las operaciones *Raptor* con filiales) y que sólo excusa de consolidar las llamadas *Qualifying Special-Purpose Entities* que, por regla general, no pueden concertar acuerdos de liquidez ni derivados con la entidad originadora.

<sup>(67)</sup> *Vid.*, entre otros, PULGAR EZQUERRA, *Los presupuestos de la declaración del concurso de acreedores*, en Mairata (coord.), *Aspectos jurídicos del nuevo concurso de acreedores*, ICAM, Madrid, 2004, p. 50. Lo expuesto salvo que se interprete que basta la “confusión de patrimonios” para solicitar el concurso conjunto, sin que los legitimados pasivos hayan de ser todos “deudores”, como reza el art. 3.5 de la Ley Concursal. Pero se atienen bien a la literalidad del artículo, entre otros, José Ramón FERRÁNDIZ en su comentario al artículo 3.5 en Fernández-Ballesteros (coord.), *Derecho Concursal Práctico*, Irgium, Madrid, 2004, p. 33; y Ángel ROJO, en Uría-Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, 2.ª ed., Thomson-Civitas, Madrid, 2007, p. 921.

<sup>(68)</sup> En los EE.UU., confirma esta solución el Bankruptcy Code, reformado por la Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act de 20 de abril de 2005. Por otro lado, el art. 61 de la Ley Concursal se aplica al concursado, no a la filial del concursado [además, sea dicho *obiter*, el art. 61.3, tratándose de derivados, puede entenderse parcialmente desplazado por el Anexo VIII. Parte 2, 2.4.a).ii) Dir. 2006/48, que lo contempla como un evento de crédito válido]. Tampoco el concurso de la matriz respecto de la filial es incardinable en el art. 1129-2.º CC. La mejor doctrina defiende una interpretación amplia del término “garantías” que emplea este artículo (visto su antecedente próximo en el art. 1188 *Code*, diversamente referido a *les sûretes qu’il avait dones par le contrat à son créancier*), lo que comprendería las garantías negociales en sentido estricto, las llamadas garantías legales y los negocios de garantía atípicos. Pero no cabe deformar el concepto jurídico de garantías hasta el punto de incluir las mayores posibilidades de recobro o “garantías en sentido económico”. Ahora bien, lo anterior no es óbice de supuestos convencionales de vencimiento anticipado si el derivado estaba sujeto a la ley española.

deslumbrarnos, ya que su calificación debe atender a la verdadera causa. Normalmente su interposición es lícita, pero no obstante, aunque fuera ilícita, lo habitual en este ámbito es que las leyes prohibitivas sean prudenciales y *minus quam perfectæ*, luego su consecuencia no será la irregularidad civil del negocio, sino que probablemente conllevarán sanciones administrativas y, en su caso, se allanará el camino para atribuir responsabilidad a los administradores o gestores infractores<sup>(69)</sup>. Se sigue, por lo tanto, el principio general de mantener la validez civil de los negocios si respetan los límites institucionales de la autonomía privada, aunque infrinjan la legislación administrativa.

#### A) Los vehículos transformadores

Los vehículos transformadores (*transformers*) son personas o entidades que se interponen en estructuras con derivados implícitos y que permiten participar *de facto* en el mercado de derivados a quienes *de lege* no pueden hacerlo.

En primer lugar, deben mencionarse los **bonos vinculados a otros activos** (*credit-linked notes* o “CLNs”) que son la versión titulizada del CDS<sup>(70)</sup>. Las CLNs pueden emitirse directamente por la entidad originadora, que entra simultáneamente en un CDS como vendedor de protección. Aprovechando esta estructura, el suscriptor de los bonos percibe un interés con prima, y asume una posible pérdida porque el emisor puede amortizar el bono dando en pago los activos vinculados. El resultado económico es una exposición sintética del suscriptor al CDS, esto es, ser indirectamente el vendedor de protección del CDS.

Un ejemplo adicional. En muchos países como España (*ex art. 4.1 RDLeg. 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados*), las **compañías aseguradoras** no pueden concertar derivados en el ejercicio de su actividad<sup>(71)</sup>. La razón de ser de la prohibición es que los asegurados deben ser titulares de un “interés asegurable” en el riesgo, para contrapesar el oportunismo o riesgo moral (*moral hazard*) que aqueja al

---

<sup>(69)</sup> La misma solución de reconocer la contravención pero mantener la exigibilidad de lo conve-nido, corrigiendo la legislación anterior, se halla en la sec. 20 de la *Financial Services and Markets Act, 2000*.

<sup>(70)</sup> En general, son publicaciones ilustrativas, DEUTSCHE BANK, *Credit Derivatives and Structured Credit*, Londres, 1999; J.P. MORGAN, *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, Risk Publications, Londres, 1999; DAS, S., *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, 2.<sup>a</sup> ed., Wiley, Singapur, 2000; BARCLAYS, *The Barclays Capital Guide to Credit Derivatives*, 2000; LEHMAN BROTHERS, *Credit Derivatives Explained*, 2001; PriceWaterhouseCoopers, *The Financial Jungle, A Guide to Credit Derivatives*, 2001; TAVAKOLI, J.M., *Credit Derivatives and Synthetic Structures*, Wiley, NY, 2001, y MERRILL LYNCH, *Credit Derivative Handbook*, 2003.

<sup>(71)</sup> Lo que no obsta que los instrumentos derivados sean aptos para invertir las provisiones técnicas [arts. 52.1.e) y 110.2 RD 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el ROSSP], donde la aseguradora actúa como usuario final del derivado y no lo contrata en su giro y tráfico.

contrato de seguro. El siniestro debe constituir un mal para el asegurado, prohibiéndose su enriquecimiento por el siniestro, para evitar la tentación del siniestro doloso. Este interés asegurable, junto con el deber de respuesta del asegurando (art. 10 LCS) por ser el seguro un negocio *ex uberrima bona fide*, son notas distintivas del seguro frente a muchos derivados de crédito especulativos, en los que el comprador de protección no tiene contacto con la entidad de referencia<sup>(72)</sup>. La definición legal española del seguro no recoge el requisito del interés<sup>(73)</sup>. Pero el interés es el objeto del seguro, hasta el punto de que el seguro sin interés es inexistente (dice “nulo” el art. 25 LCS)<sup>(74)</sup>. Para circunvenir el requisito del interés, puede interponerse un vehículo o una compañía celular protegida (PCC) en una ínsula sin tal regulación<sup>(75)</sup>. La entidad transformadora asume el riesgo mediante un CDS; al tiempo que, como operación adosada (*back-to-back*), contrata un seguro típico con la aseguradora<sup>(76)</sup>. Como la calificación de los contratos no depende de sus efectos económicos, se salvaría así el requisito del interés asegurable, siempre que la entidad transformadora se interpusiera realmente, para lo que sería aconsejable que las pólizas no fueran de tipo *fronting*, es decir, un contranegocio exacto del derivado (*mirror-image transaction*) y que observaran cierta autonomía en los riesgos cubiertos; así como que la obligación de cobertura no pudiera cederse a la entidad originadora o, en general, que ésta no reasumiera el riesgo<sup>(77)</sup>.

---

(72) Casi toda la doctrina especializada está conforme en la distinción del CDS y el seguro, y suele citarse una opinión legal de Robin Potts QC (1997), patrocinada por ISDA. También el NY Ins. Dept., *Carta de 16 jun. 2000*. No obstante, esta doctrina tiene el mismo conflicto de intereses que ISDA: trabajan en, con o gracias al sector. Coincido con FSA, *Cross-Sector Risk Transfers*, 2002, Anexo B en no descartar de plano la recalificación bajo determinadas circunstancias.

(73) La enmienda núm. 171 del Grupo de Socialistas de Cataluña propuso incluir el requisito del interés en el art. 4 LCS, so pena de nulidad. Pero la Ponencia del Congreso mantuvo el texto del Gobierno.

(74) Cf. SSTS 1.<sup>ª</sup> 692/1999, 30-7; 10/1005, 31-1, y 260/2006, 23-3.

(75) Las PCCs se reconocen en Guernsey, Bermudas, Caimán, Mauricio y otras islas, y algunos de los EE.UU., y cada una se subdivide en subentidades o células de responsabilidad patrimonial estanca.

(76) Reconocen esta práctica, FSA, *Cross-Sector Risk Transfers*, 2002, pp. 13-14 y Anexo A, si bien parece que estas estructuras están siendo sustituidas por SPVs; e Intl. Assn. Ins. Supervisors (IAIS), *Paper on Credit Risk Transfer between Insurance, Banking and Other Financial Sectors*, Fin. Stability Forum, marzo 2003.

(77) Sobre las pólizas *fronting* como un sistema de aseguramiento por el que la entidad aseguradora que contrata una póliza transfiere el riesgo íntegramente o en su mayor parte a otras aseguradoras o reaseguradoras, *vid.* CANDELARIO MACÍAS, *El fronting ¿una reformulación del reaseguro tradicional?*, en Carrascosa y Calvo (coord.), *Estudios sobre contratación internacional*, Colex, Madrid, 2006, p. 81.

B) La entidad especializada en titulizaciones<sup>(78)</sup>

Quienes no tienen acceso al mercado de un activo podrían valerse de un vehículo de propósito especial (*special-purpose vehicle*, SPV), denominado en el artículo 4(44) de la Directiva 48/2006 “entidad especializada en titulizaciones” (SSPE), para adquirir los títulos que ésta emita. Normalmente, se titulizan activos financieros que no son valores (v. gr. préstamos hipotecarios en las titulizaciones hipotecarias) o también, mediante el llamado **empaquetado** (*repackaging*) se adaptan valores u otros instrumentos financieros a las necesidades específicas de los inversores<sup>(79)</sup>. La SSPE es un patrimonio separado e inmune al concurso de la entidad originadora, que puede adoptar la forma de compañía mercantil, fondo de titulización, o *trust* o fideicomiso financiero cuyos beneficiarios sean titulares de participaciones en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitados o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre la cuota de liquidación<sup>(80)</sup>.

Estas estructuras resultan atractivas para los inversores si el vehículo es neutral y transparente fiscal, o con un arbitraje fiscal que lo localice en paraísos fiscales o con un Convenio de doble imposición favorable. A nuestros efectos, algunas titulizaciones plantean reservas desde un punto de vista regulatorio, por más que mercantilmente no sean objetables. Por poner un solo ejemplo, cuando las aseguradoras o reaseguradoras transfieren su exposición al riesgo de catástrofes a un vehículo que emite bonos (*cat bonds*) suscritos por individuos no cualificados para asegurar o reasegurar.

## V. LA PRUEBA DE LA INTERPOSICIÓN

### 1. La difícil prueba de la interposición

La prueba del ser o estar en interés ajeno no es sencilla. Y lo es menos en la interposición simulada, donde la prueba de la simulación debe ser rigurosa, porque a

---

<sup>(78)</sup> En general, *vid.* ROSENTHAL y OCAMPO, *Securitisation of Credit*, Wiley, NY, 1988; FRANKEL, T., *Securitization, Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities*, Little, Boston, 1991; SCHWARCZ, S.L., *Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization*, 2.<sup>a</sup> ed., PLI, NY, 1993; KENDALL, L., *A Primer on Securitisation*, MIT P., Cambridge, 1996; y EUR. SECURITISATION FORUM, *A Framework for European Securitisation*, Londres, 2002. En España, ALMOGUERA GÓMEZ, *La titulización crediticia*, Civitas, Madrid, 1995; TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, y CASTILLA, M., *Titulización de créditos*, Civitas, Madrid, 2002.

<sup>(79)</sup> *Vid.* BARCLAYS, *Building Blocks: Barclays Capital's Asset-Backed Securities Research*, Londres, 2001.

<sup>(80)</sup> El art. 7.1 Dir. 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, despliega una división en estructuras societarias, fiduciarias (*trust*) o contractuales. Que los fondos de titulización de activos son patrimonios separados, lo afirman expresamente los arts. 5.1 L. 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y 1.1 RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los FTA y las Sociedades Gestoras de FT.

ello obliga el principio de conservación de los negocios. Desgraciadamente, los simulantes no siempre vuelven sobre sus pasos y plasman los contrapactos (o retrofactos fiduciarios) en un **contradocumento** (*contre-lettre*), a modo de prueba para perpetua memoria de la simulación, constituida simultánea o posteriormente al acto simulado. En España, el artículo 1230 del Código Civil previene que “los documentos privados hechos para alterar lo pactado en escritura pública, no producen efecto contra tercero”, pero sí *inter partes*. Para no dejar indefensos a los terceros, la solución debe extenderse a las contraescrituras en instrumento público<sup>(81)</sup>.

A menudo, porque a los contrapactistas no les interesa la divulgación de su vínculo y más cuando suscriben un pacto ilícito, para no dejar huellas, los pactos se formulan verbalmente mediante una **contradeclaración** (*controdi chiarazione*) o declaración complementaria<sup>(82)</sup>. Como en estas circunstancias no es sensato esperar la **confesión** del carácter simulado del acto, la prueba **testifical** sería idónea para acreditar la existencia y contenido de los contratos verbales. No obstante, en su afán de ocultación, los simulantes habrán cegado este rayo de luz sobre el acto velado. Ello unido a la contingente credibilidad del testimonio, llevará a los contrapactistas a encomendarse al honor en sentido objetivo o reputación mediante un “pacto de caballeros” (*gentlemen’s agreement*). Antiguamente se comprometía la *fides* con pena de ignominia y hoy el fenómeno ha de estudiarse como un incentivo de cooperación dinámica entre contratantes. Otra alternativa es fijar estrategias de vinculación por cooperación, de modo que el incumplimiento del contrapacto no resulte gracioso.

## 2. La prueba por presunciones

Nadie subestima la singular relevancia de las presunciones para declarar la simulación<sup>(83)</sup>. La prueba plena de la simulación de los contratos se complica por el natural empeño de los contratantes en esfumar los vestigios de la simulación y aparentar que el contrato es cierto y fiel reflejo de la realidad<sup>(84)</sup>. Ello obliga en la generalidad de los casos a inferir la simulación por sus indicios con el método indirecto de las presunciones lógicas; a menos que el Legislador, con presunciones legales, venga en socorro del

(81) Lo advierte FERRARA, *op. cit.*, 6.2.2, comentando los arts. 1321 del *Code* y 1319 del *Codice* de 1865. En España, no se trasladaron al CC las precauciones impuestas en el art. 1241 II del Proyecto isabelino para que las “contra-escrituras” en documentos públicos perjudicaran a terceros. En cualquier caso, para no dar pábulo al expediente fraudulento de la contraescritura notarial en daño de tercero, habrá que interpretar el art. 1320 *a simile* y no *a contrario*.

(82) Estos términos, entre otras, en SSTS 1.ª 10-3-1944 y 450/1998, 13-5; y SSAP Vizcaya sec. 5.ª 518/2000, 7-6; Pontevedra sec. 3.ª 10/2004, 9-1; Alicante sec. 6.ª 187/2005, 12-4, y Las Palmas, sec. 5.ª 289/2007, 23-7. Extensamente sobre la doctrina de las contraescrituras, SSAP Madrid sec. 10.ª 710/2005, 15-11 y 277/2006, 19-4.

(83) Expresamente para la *fiducia cum amico*, SSTS 1.ª 716/2001, 16-7 y 74/2005, 11-2. En general, SSTS 1.ª 1283/2006, 7-12, y 1264/2007, 30-11 citando otras.

(84) Entre las últimas, SSTS 1.ª 1065/2004, 3-11; 64/2005, 11-12; 144/2006, 13-2; 86/2007, 5-2 y 707/2007, 26-6; 1072/2007, 5-10; rec. 361/2001, 18-3-2008, y rec. 262/2001, 5-5-2008).

gravado con la carga de probar la simulación. Y aunque el medio simulador se someta a otro Derecho, se aplicarán, en su caso, las presunciones normativas de interposición si se inobserva o defrauda la norma española protegida por la presunción legal. La Ley ritaria distingue las presunciones legales (art. 385 LEC) y las judiciales (art. 386 LEC).

A) Presunciones legales

En el ámbito de los mercados de valores, se localizan tres presunciones reglamentarias y una de rango legal, todas ellas referidas a la “persona interpuesta”. Previamente, debe comentarse el reparo razonable a que un reglamento implante una presunción<sup>(85)</sup>. No obstante, a diferencia de las ficciones o de las presunciones contrafácticas, el problema es menor desde el punto de vista sustantivo (quizá sea algo más enojoso en el procesal) si se admite, como hacemos, que estas presunciones reglamentarias responden a criterios de normalidad y que son *iuris tantum*.

En primer lugar, clonando el artículo 3 del derogado Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de **participaciones significativas** en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, el nuevo artículo 24.2.b) párrafo II del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la LMV en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, establece: “Se considerará persona interpuesta, a los efectos del presente Real Decreto, aquella que en nombre propio, adquiera, transmita o posea acciones por cuenta de otra persona física o jurídica. Asimismo, se presumirá tal condición cuando se deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones, transmisiones o a la posesión de las acciones”. Por excepción, a efectos de **autocartera**, aclara el artículo 40.3 que “no tendrán la consideración de persona interpuesta aquellas entidades que, actuando como contraparte del emisor, realicen operaciones que tengan como finalidad específica la cobertura del riesgo de mercado de un plan de opciones sobre acciones, concedido por el emisor a sus administradores o empleados y que se formalice mediante instrumentos financieros que se liquiden únicamente por diferencias”.

Idénticamente, el artículo 5.1 letra d) **RDOPAS** entiende por persona interpuesta “aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones”. Y el párrafo segundo de la misma letra añade: “se entenderán incluidos en este apartado los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta”.

---

(85) Cf. SSTS 3.<sup>a</sup> rec. 158/2000, 12-2-2002, con cita del art. 385 LEC (antes, 1250 CC), que siempre se refiere a presunciones establecidas por ley y que supondría una reserva de ley formal; y, menos terminante, rec. 160/2000, 12-2-2002.

Por último, el artículo 9.3.e) **RDAM** considera personas interpuestas “aquellas que, en nombre propio, realicen transacciones sobre los valores por cuenta del administrador o directivo obligado a comunicar. Se presumirá tal condición en aquellas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente cubierto de los riesgos inherentes a las transacciones efectuadas”.

Los artículos transcritos introducen la definición de persona interpuesta con giros del tenor de “se considerará” o “se entenderá”, que originan enunciados cualificatorios (por algunos denominados “reglas conceptuales”), con técnica legislativa que no prejuzga que el enunciado cualificatorio sea cierto. Por esta razón y porque toda presunción legal es relativa salvo expresa prohibición en contrario (art. 385.3 LEC), cabe la **contraprueba** de que quien recibe la cobertura no actúa como persona postiza.

Lo que no tiene clara justificación económica es la ilación, en todo caso, entre una **cobertura meramente parcial** y la interposición. Es una solución recelosa, *contra libertate*, teñir de interposición todo posible negocio mixto por obedecer parcialmente a una finalidad de cobertura. Ante supuestos de finalidad compleja, la cobertura del riesgo debe desempeñar un papel sustancial y no accesorio en la decisión del interpósito. En todo caso, ha de reiterarse que la preterintencionalidad del Decretista cuando alumbró estas presunciones podrá bloquearse con la prueba contraria.

Finalmente, establece una presunción legal bajo un supuesto de hecho distinto —la interdependencia—, el artículo 67.2.II de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva: “A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o entidad interpuesta cuando se ejecute por persona unida por vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier entidad en la que los cargos de administración y dirección tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones de administración o dirección”.

## B) Presunciones judiciales

La simulación se descubre por sus **indicios**. La presunción de simulación, normalmente, no surge de un solo indicio, sino de varios, de tal modo que, si bien cada uno pueda ser refutado, sin embargo en conjunto revelan la simulación, tanto más si se advierte que la presunción no exige la univocidad de los *facta concludentia*, aunque obviamente sí razonabilidad<sup>(86)</sup>. Los indicios de simulación generalmente manejados son los que seguidamente se enuncian. Otros, como el agravamiento de la situación económica para sustraerse de responsabilidades (*subfortuna*), la falta de entrega de presente del precio (*pretium confessus*) y el destino del precio supuestamente recibido, pueden ser útiles en el caso pero son comunes a otras situaciones y no tan característicos de la interposición. A veces se añaden como indicios el contradocumento y la

<sup>(86)</sup> SSTs 1.ª 428/2000, 27-4; 219/2001, 9-3; 64/2005, 11-2; 927/2005, 5-12; 86/2007, 5-2, y 562/2007, 10-5.

subyacencia, pero no son tales sino, respectivamente, la prueba documental del negocio ficticio y la misma esencia de la simulación relativa.

(i) La **finalidad de la simulación** o *causa simulationis* (que no es la causa en sentido técnico, aunque se incorpore a la causa concreta) es el punto de partida de toda prueba ordenada. El camino se allana una vez desvelado el motivo o porqué de la simulación. En la simulación absoluta, la finalidad más común es el fraude de acreedores; en la simulación relativa, es obtener un barniz de licitud. En los mercados que nos ocupan, las finalidades habituales de la simulación subjetiva son el desglose de la participación, el control mediato de bloques de acciones o algunas modalidades de manipulación de mercado, ya comentadas.

(ii) La **falta de necesidad** de la operación (*necessitas*) suele predicarse, entre otras, de las actuaciones fuera del curso ordinario de los negocios o sin una justificación comercial o económica razonable (y no lo es el maquillaje de balances). Simétricamente, la presencia de tal justificación sería un contraindicio e incluso una excepción normativamente amparada (como en el art. 40.3 RD 1362/2007). Llamativamente, para algunas entidades, la prestación de protección mediante contratos típicos forma parte de su objeto social. Así, está en el objeto de los establecimientos financieros de crédito prestar garantías típicas [arts. 52.g) L 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito y 1.1.e) RD 692/1996, de 26 de abril, sobre el Régimen Jurídico de los Establecimientos Financieros de Crédito]. Por su parte, las **entidades aseguradoras** se obligan, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas [*ex* arts. 1 LCS y 2.1.a) / 3.1 RD Leg. 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados]. Sin embargo, que otras entidades presten coberturas si no forma parte de su giro y tráfico, no tiene la apariencia de buen derecho del que se benefician algunas entidades financieras.

(iii) Se denomina indicio de *omnia bona* al del patrimonio de la persona o entidad instrumental limitado al objeto del negocio simulado. Aunque normalmente se haya referido al transmitente —venta de todos los bienes— y no al adquirente, se observa este indicio cuando el interpósito no tiene otros activos distintos al enjuiciado o los aparta de su giro ordinario.

(iv) La falta de **capacidad económica** del adquirente, que puede ser un indicio tanto más revelador cuanto mayor sea el apalancamiento o desproporción entre la capacidad financiera del adquirente fingido y el montante de la inversión.

(v) Las características intrínsecas de la **inversión** y actos subsiguientes del inversor. Por ejemplo, hay porcentajes de participación incómodos para un posible opan-te, como el décimo en manos ajenas, en cuanto impedirá el desalojo mediante el *squeeze-out* o compraventa forzosa (arts. 60 quáter LMV y 47 RDOPAS). También podrá inferirse razonablemente la actuación en interés ajeno cuando el auxiliar sale de escena en cuanto pasa el riesgo para el actor enmascarado, así, una vez quede frustrada o triunfe la OPA.

(vi) La **interdependencia** (*affectio*), que favorece la connivencia entre los simuladores, se asimila a la cláusula legal de los vínculos estrechos. Precisamente, se eleva al rango de presunción legal de interposición en el citado artículo 67.2.II de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. El alcance de los vínculos estrechos es variable en los distintos cuerpos legales. Por proximidad a la materia que tratamos, puede guiarnos el artículo 9.3 RDAM, para el que hay vínculos estrechos con los parientes próximos, los fiduciarios y las personas interpuestas. Como orientación, la mayoría de definiciones legales aprecian vínculos estrechos cuando dos o más personas físicas o jurídicas estén unidas mediante un vínculo de control, en los términos previstos en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores o por el hecho de poseer, de manera directa o indirecta, o mediante un vínculo de control, el veinte por ciento o más del capital o de los derechos de voto de una entidad<sup>(87)</sup>.

También ilustran los grupos de casos de inoponibilidad de la personalidad jurídica que, en arraigado símil, permiten el **levantamiento del velo** societario: a título enunciativo, la identidad de personas o confusión de patrimonios, el control o dirección externa efectiva, la infracapitalización y el abuso de la personalidad jurídica en fraude de ley o de acreedores<sup>(88)</sup>. Cuando una sociedad carece de funcionamiento independiente respecto de otras personas que la controlan realmente, se ha de penetrar en el sustrato personal en pos de los sujetos y patrimonios realmente actuantes y responsables<sup>(89)</sup>.

A menudo, se esgrime como **contraindicación** de concertación o interdependencia el hecho de que la persona o entidad supuestamente controlada vote en los órganos

---

(87) Para los mercados de instrumentos financieros, arts. 1 bis 9) Dir. 85/611/CEE; 2 13) Dir. 2002/87/CE; 10.4 d) II L. 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC; 4.1 31) Dir. 2004/39/CE; 4.1 d) II L. 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros; 4(46) Dir. 2006/48/CE y 11 b) ii) Dir. 2006/73/CE.

(88) En las operaciones de financiación estructurada, son habituales las opiniones legales de cesión-venta (*true-sale opinions*) y de separación o no-consolidación (*non-consolidation opinions*), de modo que pueda caracterizarse la financiación como fuera de balance (*off-balance-sheet financing*) y no como pasivo. Así, los activos se estarían transmitiendo y no cediendo al vehículo, quedando la venta inmune o irrevocable ante el concurso de la vendedora, luego lo transmitido no integraría la masa activa. Estas opiniones aportan fiabilidad a los inversores y a las sociedades de calificación crediticia de que la estructura está exenta del riesgo de concurso (*bankruptcy remote*) porque no sería aplicable la doctrina de equidad de la “consolidación sustancial”.

(89) Parecidamente, numerosas SSTs 1.ª desde la de 28-5-1984, pasando por la 883/1996, 31-10, previniendo su aplicación cautelosa, hasta las 500/2004, 3-6; 21/2005, 28-1; 855/2006, 14-9; 1201/2006, 1-12; 159/2007, 22-2 y 219/2007, 1-3. Sobre los grupos de casos, cf. STS 1.ª 628/2005, 29-7. Con diversidad de fundamentaciones, ATS, Sala Especial del art. 61 LOPJ, 5-5-2007. Vid., en general, la clásica obra de Rolf SERICK, *Apariencia y realidad en las sociedades mercantiles. El abuso de derecho por medio de la personalidad jurídica*, trad. Puig Brutau, Ariel, Barcelona, 1958; y más recientes, BOLDÓ RODA, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*, 4.ª ed., Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006; y DE ÁNGEL YÁGÜEZ, *La doctrina del levantamiento del velo en la jurisprudencia*, 5.ª ed., Civitas, Madrid, 2006.

sociales con libertad de criterio <sup>(90)</sup>. Ciertamente, pero plasmar en un documento el arbitrio del voto carece de credibilidad si lo desmienten acciones o hechos concluyentes, porque la verdad debe prevalecer sobre las palabras y “tiene más validez lo que se hace, que lo que con simulación se expresa” <sup>(91)</sup>. Las *excusationes* de que el accionista formal retiene los derechos de voto o incluso la advertencia en el contrato de que no actúa como fiduciario, no serán atendibles si se presumiera legalmente o se probare la interposición, porque en el ejercicio del voto mediará un conflicto de intereses por interés financiero en la operación, que supone una tacha de la independencia muy significativa. Además, debe ponerse el contraindicio en relación con el fin de protección de la norma porque, por ejemplo, es posible que el escudero cumpla su misión decantando la suerte de la OPA, siendo luego indiferente al interponente que vote a su libre arbitrio.

(vii) La **ocultación del negocio** (*silentio*) se traduce, al menos, en la falta de comunicación de la información relevante a las autoridades supervisoras, en la existencia de pactos reservados, en la inundación del mercado con información engañosa y también en el empleo de estructuras complejas y opacas de **ingeniería financiera** en vez de otras más llanas y transparentes. Por ejemplo, el uso de combinaciones de derivados e instrumentos de contado para **replicar** figuras típicas. O las estructuras circulares de tipo **noria** o carrusel, que al final hacen descansar el riesgo en la entidad de origen pero que, aparentemente, no muestran conexión entre el riesgo que se transmite en un sentido del círculo y el que se toma por el otro <sup>(92)</sup>. En general, el pacto fiduciario puede albergar contraprestaciones de todo jaez, que cuanto más se alejen de la esfera del negocio simulado más dificultarán el hallazgo y la prueba de la conexión entre la cobertura del riesgo y la interposición de personas.

(viii) Con relación a la cosa poseída, el falso enajenante puede realizar **actos dominicales** en contradicción con la causa del contrato traslativo. Son casos donde no se entrega sino que se mantiene la posesión del primitivo titular instrumentada *longa manu* <sup>(93)</sup>. Ciertamente, el indicio de la *retentio possessionis* no es observable cuando los valores circulan por transferencia contable. Sin embargo, existirán otros indicadores, como si el supuesto enajenante continúa sufragando cargas y gravámenes de los activos que teóricamente había transmitido. O quién percibe los dividendos o réditos, si no ingresándolos burdamente en cuentas a nombre del titular real, sí compensándolos anticréticamente con los intereses de una eventual financiación para adquirir los valores.

---

<sup>(90)</sup> Se admitió la validez de la actuación del escudero blanco sin instrucciones de voto en *Gelco Corp. v. Coniston Partners*, 652 F.Supp. 829 (D. Minn. 1986), revocada parcialmente por otros motivos en 811 F.2d 414 (8th Cir. 1987).

<sup>(91)</sup> Rúbrica del Título XXII del Libro IV del Código de Justiniano.

<sup>(92)</sup> Por ejemplo, en la operación *Alberta*, con una noria de *swaps*, Enron recibía por anticipado el precio de entregas futuras de mercaderías (asumiendo además el riesgo de mercado, pues se predeterminaba el precio) a cambio de diferir la restitución junto con un interés.

<sup>(93)</sup> En frase de la STS 1.ª 764/2006, 20-7.

(ix) El **momento sospechoso** (*tempus suspectus*) dependerá de un análisis casuístico. Por ejemplo, el incentivo a buscar escuderos blancos crece cuando acecha una OPA o cuando ya se hubiere formulado; sin perjuicio de que mayor será el disimulo si el escudero era titular de las acciones con anterioridad, porque después se agudiza el escrutinio del mercado y del Regulador. Parecidamente, es más sospechoso el transferente de riesgo que adquiere el activo de referencia tras celebrar el TRS, que el que ya era titular. Y, en general, a mayor propinquidad con el hecho relevante, mayor sospecha.

(x) El **lugar** (*locus*). Para circunvenir regulaciones puede interponerse una entidad en un país o en una ínsula de conveniencia o “centro financiero extraterritorial” (*off-shore*) sin la regulación que importuna. El indicio es todavía más revelador cuando se disponga de figuras equivalentes en la legislación interna.

(xi) La **habitualidad** (*habitus*) vendría determinada por simulaciones antecedentes. Este indicio se potencia cuando las simulaciones responden a un diseño constante.

(xii) Finalmente, sobresale el indicio de la falta de equivalencia de prestaciones (*disparities*). En este tema, el *rex inditiorum* es la **cobertura relevante del riesgo** a la persona interpuesta sin una contraprestación suficiente, máxime si la prima por la cobertura es vil, irrisoria o inexistente. Este indicio reina en el negocio por persona interpuesta, pero no hasta el punto de ser condición necesaria de la interposición. Como contraejemplo, piénsese en las sociedades vacías que son una mera pantalla o cascarón vacío (*shell company*) de otra dominante, constituidas *ad hoc* sin que importe a la sociedad dominante la inmolación financiera de la sociedad dominada.

Las coberturas del riesgo, para ser significativas, deberán reunir los requisitos del artículo 92 de la Directiva 2006/48 y, en particular, ser “jurídicamente eficaces y ejecutables en todas las jurisdicciones relevantes”. Inspiradas en este indicio, las presunciones reglamentarias pretranscritas, por su misma existencia y porque responden a la normalidad de las cosas, contribuyen a formar las presunciones judiciales. Si bien las dos primeras responden a la técnica de las definiciones normativas en las que la propia norma limita la definición al ámbito de la cuestión que regula: el cómputo de las participaciones; vista la pluralidad de las normas que consideran el mismo hecho básico —la cobertura del riesgo— para declarar la interposición, se aprecia ya un sólido soporte reglamentario para extraer, por *analogia iuris*, un indicio general de interposición de aquel que tiene el riesgo cubierto a expensas de un tercero, indicio que desde hace mucho tiempo respondía a la realidad de las cosas.

---

# CRÓNICA

---

# LAS COMPETENCIAS DE SUPERVISIÓN EN MATERIA DE BOLSAS DE VALORES

REYES PALÁ LAGUNA

*Profesor titular de Derecho mercantil  
Universidad de Zaragoza*

## RESUMEN

*La transposición de la MiFID provoca la necesaria revisión de las competencias de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, señaladamente en lo que respecta a la suspensión y exclusión de valores de cotización oficial así como a las potestades de supervisión en materia de abuso de información privilegiada y manipulación de cotizaciones.*

*El necesario respeto a la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas respecto a los mercados de valores hace que estemos ante una competencia concurrente y compartida. La legislación autonómica vigente ha de entenderse superada por la MiFID, ya que no atribuye competencias en las materias indicadas a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores respecto a los valores que cotizan en el territorio de una determinada Comunidad Autónoma*

**Palabras clave:** *Bolsas de Valores, Sociedades Rectoras, valores negociables, distribución de competencias Estado/Comunidades Autónomas, suspensión y exclusión de la cotización, abuso de mercado.*

## ABSTRACT

*The transposition of the MiFID requires the necessary revision of the competences of the Spanish Stock Exchanges Market Operators, especially in relation with the suspension and the removal of a security from official listing, and with the enforcement of the rules on market abuse.*

*The regulatory power is shared in Spain between the State and the Regional Governments. Regional regulations are overruled by the MiFID, because such regulations do not grant enforcement powers to the Stock Exchange Market Operators, at least when the securities are listed only in the local Stock Exchange.*

**Key words:** *Stock Exchanges, Market Operators, transferable securities, distribution of regulatory competences between National and Regional Governments, enforcement, suspension and removal of a security from trading, market abuse.*

## SUMARIO

- I. EL CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES EN EL DERECHO POSITIVO VIGENTE ESPAÑOL.
  - II. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN MATERIA DE BOLSAS DE VALORES: UN CASO DE COMPETENCIA CONCURRENTE Y COMPARTIDA.
  - III. EL EJERCICIO DE LAS COMPETENCIAS EN MATERIA DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN POR LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES Y POR LA ADMINISTRACIÓN AUTONÓMICA Y ESTATAL (CNMV).
    1. **Competencias en materia de exclusión y suspensión de la negociación de valores en Bolsa.**
    2. **Las competencias de las sociedades rectoras en materia de abuso de mercado.**
  - IV. CONCLUSIONES.
- 

### I. EL CONCEPTO DE BOLSA DE VALORES EN EL DERECHO POSITIVO VIGENTE ESPAÑOL

Las Bolsas de Valores tienen la condición de mercados regulados y se integran en la categoría de los mercados secundarios oficiales españoles [art. 31.2.a) LMV]. El art. 31.1 LMV define a los mercados regulados como “aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular (...) con sujeción en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad”<sup>(1)</sup>.

Su régimen jurídico se contiene en los arts. 31 a 31 quáter y en el capítulo II (arts. 45 y ss.: “De las Bolsas de Valores”) del Título IV (“Mercados secundarios oficiales de valores”) de la LMV, además de en normas de rango reglamentario que es necesario interpretar a la luz de la reforma operada en la LMV por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 20 de diciembre). Las Bolsas son, pues, mercados o centros de contratación de activos financieros cuya creación requiere autorización administrativa

---

<sup>(1)</sup> Se transpone al Derecho español la definición contenida en el art. 4.1.14) de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, comúnmente abreviada como MiFID.

y cuyo funcionamiento está regido por normas públicas, transparentes y aplicables de forma indiscriminada a la pluralidad de sujetos y a los activos financieros que en ellos se negocian. La organización, funcionamiento y supervisión de las Bolsas se asigna por Ley a una sociedad rectora, que ha de tener la forma de sociedad anónima y que es la responsable de su organización y funcionamiento internos [arts. 31 bis.2.a) y 48.1 LMV y art. 5 RD 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva]. Las sociedades rectoras de las Bolsas son empresarios mercantiles de carácter privado que desempeñan algunas funciones públicas<sup>(2)</sup>, como veremos más adelante.

En su condición de organismo rector de la correspondiente Bolsa, la Sociedad rectora (y la Sociedad de Bolsas para el SIBE<sup>(3)</sup>) ejerce funciones de dirección y administración, funciones que se contemplan en el art. 15 del RD 726/1989, que establece el deber de obligado cumplimiento por parte de los miembros de las Bolsas, los emisores y las demás personas o entidades que se relacionen con las Bolsas de Valores, “de cuantas decisiones adopten las Sociedades Rectoras, dentro del marco de la legislación vigente, en el ejercicio de sus funciones de dirección y administración”. Cuando estas decisiones tienen por objeto “la ordenación de aspectos determinados de la contratación o del funcionamiento del mercado o la fijación de requisitos o criterios en cumplimiento de una disposición legal o reglamentaria”, deben ser publicadas en el Boletín de Cotización, “y comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, dentro de las veinticuatro horas siguientes a su adopción”. Son las tradicionales Circulares y las Instrucciones operativas que hacen referencia, por ejemplo, a las órdenes admitidas para la negociación de los valores en Bolsa, a los períodos de negociación bursátil, o a las normas de

---

(2) Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Voz “Bolsas de Valores”, en AA.VV. *Enciclopedia Jurídica Básica*, t. I., Civitas, Madrid 1995, p. 826. Como se lee en la Exposición de motivos del RD 726/1989, “[d]ichas Sociedades Rectoras se configuran con un doble carácter: de una parte, como sociedades anónimas, potencialmente abiertas a todas las sociedades y agencias de valores, de naturaleza especial y exentas de proyección financiera, al no poder operar en el mercado por ellas dirigido ni ostentar la condición de miembro de la correspondiente bolsa; de otra, como entidades a las que la Ley del mercado de valores y especialmente su artículo 48, encomienda tareas de gobierno y dirección del mercado, haciéndolas responsables de su organización y funcionamiento”. GALÁN LÓPEZ, que ha estudiado con detalle esta figura, opta por su configuración como “empresas mercado”, en la medida en que se atribuyen a empresas en forma de sociedades anónimas de competencias de organización y gestión de los mercados de valores. (GALÁN LÓPEZ, C., “Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. La Sociedad de Bolsas”, en AA.VV. (dir. Alonso Ureba/Martínez Simancas), *Instituciones del mercado financiero*, vol. VII, *Mercado primario. Mercados secundarios*, La Ley, Madrid, 1999, pp. 4341-4400, p. 4347.

(3) La Sociedad de Bolsas gestiona el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) o mercado continuo, red informática en la que se negocian valores admitidos a negociación en al menos dos Bolsas de Valores (arts. 48 y 49 LMV). El art. 18.2 RD 726/1989 atribuye a la Sociedad de Bolsas la dirección y ordenación de la contratación a través del SIBE y las actividades que en él se desarrollan, su supervisión, la organización de sus servicios y la titularidad de los medios precisos para su funcionamiento.

conducta<sup>(4)</sup>. Las Circulares han de ser aprobadas por el Consejo de Administración de la Sociedad Rectora en cuestión; tradicionalmente, las Circulares traen causa del ejercicio de sus funciones de dirección y administración del mercado y las instrucciones operativas tienen por objeto el aseguramiento del cumplimiento de normas legales o reglamentarias<sup>(5)</sup>.

Junto con la función de supervisión que desempeñan las Sociedades Rectoras y la Sociedad de Bolsas de la contratación de los instrumentos financieros que en ellas se negocian y de los sujetos que en ellas intervienen, la importancia que los mercados de valores tienen en el sistema financiero de las economías más desarrolladas hace que sea necesario además encomendar su supervisión a un organismo externo, organismo que a imagen y semejanza de la estadounidense *Securities Exchange Commission* (creada por la *Securities Exchange Act* de 1934) adopta la forma de autoridad administrativa independiente. En España dicho organismo (CNMV) se crea por la LMV de 1988 (art. 13).

En algunos países como Gran Bretaña se ha optado por atribuir todas las competencias en materia de supervisión a la *Financial Services Authority* (FSA); subyace en este planteamiento la consideración de que la desmutualización de las Bolsas de Valores y la apertura de su capital a cualquier inversor hace necesario evitar los posibles conflictos de interés que puedan surgir en la sociedad rectora de la Bolsa en cuestión<sup>(6)</sup>. En España, como veremos, al igual que sucede en Italia, se ha preferido mantener el ejercicio de algunas competencias en las respectivas sociedades rectoras de las

---

<sup>(4)</sup> Vid. ad. ex. la Circular 1/2000 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, S.A., de 20 de junio, sobre el “Protector del Inversor”, o la Circular 1/2001 de Sociedad de Bolsas sobre normas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil, o la Circular 1/2002 de Sociedad de Bolsas sobre normas de funcionamiento del segmento de negociación de Warrants, Certificados y Otros productos en el Sistema de Interconexión Bursátil (última modificación producida por la Circular 2/2008). Las Circulares e Instrucciones del Servicio de Compensación y Liquidación de la Bolsa de Valores de Barcelona están disponibles para su consulta en [www.borsabcn.es](http://www.borsabcn.es). Respecto al Meff, en [www.meff.es](http://www.meff.es) puede encontrarse el listado de Circulares de su sociedad rectora; las Instrucciones Operativas de la Sociedad de Bolsas pueden consultarse en [www.sbolsas.com](http://www.sbolsas.com).

<sup>(5)</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A., Voz “Bolsa de Valores”, cit. p. 826.

<sup>(6)</sup> Como se indica en los debates parlamentarios del *Committee on Delegated Legislation*, a propósito de las *Draft Official Listing of Securities (Change of Competent Authority) Regulations 2000*, “it is no longer appropriate for the exchange to continue to exercise the competent authority function—indeed the exchange itself suggested that would be inappropriate. A demutualised stock exchange will be a for-profit organisation and we consider that a conflict of interest may be created if the statutory functions of the competent authority were exercised by a commercial for-profit company, especially against the background of increasing competition between stock exchanges, including new entrants to the UK market.” (sesión del 16 de marzo de 2000). V. asimismo *IOSCO Consultation Report: Regulatory issues arising from Exchange Evolution*. Marzo de 2006, p. 5, documento disponible en [www.iosco.org](http://www.iosco.org) y FESE, *Response to the IOSCO Consultation Report Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution*, Marzo 2006, p. 1, disponible en [www.fese.be](http://www.fese.be) <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm199900/cmstand/deleg7/st000316/00316s01.htm>

Respecto a las competencias de la FSA en relación con los mercados regulados británicos, v. arts. 72 y ss. (Capítulo c.8) de la *Financial Services and Markets Act*, 2000.

Bolsas<sup>(7)</sup>, actividad que en todo caso queda sometida a la supervisión de la CNMV (art. 13 LMV) o del organismo correspondiente de la Comunidad Autónoma con competencia en la materia para las Bolsas de ámbito autonómico.

Y es que el modelo español de Estado hace que debamos detenernos en la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas, ya que estas últimas —señaladamente Cataluña y el País Vasco— ejercen efectivamente competencias en materia de supervisión de las Bolsas de Valores, especialmente en materia de suspensión y exclusión de valores de la cotización.

## II. LA DISTRIBUCIÓN DE COMPETENCIAS ENTRE EL ESTADO Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN MATERIA DE BOLSAS DE VALORES: UN CASO DE COMPETENCIA CONCURRENTES Y COMPARTIDA

La necesaria adaptación de nuestro Derecho a las previsiones de la MiFID cuya transposición se ha llevado a cabo mediante la citada Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, hace que sea necesario reflexionar sobre las competencias de supervisión, inspección y sanción en materia de Bolsas de Valores, actividad que tradicionalmente desempeñaban las Juntas Sindicales (actuales sociedades rectoras de las Bolsas de Valores) y el Ministerio de Hacienda<sup>(8)</sup>, y desde 1988 la CNMV y el Ministerio de Economía (actualmente, de Economía y Hacienda), junto con las Comunidades Autónomas con competencia atribuida en la materia. Al respecto, ha de tenerse en cuenta el nuevo art. 84 LMV, que tras enumerar las personas y entidades sometidas a la supervisión de la CNMV [el listado se cierra con la cláusula general de “las restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta Ley y sus disposiciones de desarrollo”, si actúan en, o en relación con, el Mercado de Valores, art. 84.2.d)] indica que “[L]o dispuesto en este artículo se entenderá sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas sobre los organismos rectores de mercados secundarios de ámbito autonómico y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en los mismos, sobre las demás personas o entidades relacionadas en los dos primeros apartados anteriores. A los efectos del ejercicio de dichas competencias, tendrán carácter básico los correspondientes preceptos de este Título, salvo las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá celebrar convenios con Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones”.

<sup>(7)</sup> Vid. art. 64 del Decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, núm. 58, por el que se aprueba el *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*.

<sup>(8)</sup> Vid. el parcialmente vigente Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio.

Es necesario, pues, referirse a la distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas en materia de Bolsas de Valores. Mención obligada al respecto es la Sentencia del Pleno del Tribunal Constitucional 133/1997, de 16 de julio <sup>(9)</sup>, que resuelve tres recursos de inconstitucionalidad contra la LMV promovidos por el Gobierno Vasco, el Parlamento de Cataluña y el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña, respectivamente, y dos conflictos positivos de competencia promovidos por el Gobierno Vasco en relación con los Reales Decretos 276/1989 y 726/1989, que define el marco competencial en el que debe encuadrarse la Ley 24/1988 <sup>(10)</sup>.

El TC parte de la distinción entre “mercado de valores” y “Bolsa” o “Centros de contratación de valores”. El primer concepto es más amplio que el segundo (Fundamento jurídico 3.º: “Ordenar el mercado de valores es mucho más que crear una Bolsa o mercado secundario equivalente, por cuanto supone disciplinar el tráfico jurídico de la oferta de ahorro y la demanda de inversión, a través de los activos financieros negociables, velando por la seguridad jurídica para que las transmisiones de esos activos sean efectivas, así como por la seguridad económica, para garantizar la solvencia a quienes acudan al mercado de valores, y atendiendo siempre a la transparencia de esas operaciones, para lo cual resulta necesario proporcionar una información adecuada sobre las mismas. Es claro, pues, que el mercado de valores es una pieza fundamental del sistema financiero y, por tanto, un elemento de capital influencia en la economía del país”). Resumidamente, es el Estado quien tiene la competencia para regular los mercados de valores, ya que la LMV es legislación mercantil (149.1.6 CE), participa de las bases de la ordenación del crédito (art. 149.1.11) y de las bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica (149.1.13). Además el principio de unidad de mercado y la competencia estatal para la ordenación general de la economía, tienen como consecuencia la necesaria legitimación del Estado para regular los mercados de valores (fundamento jurídico 4.º). Ello es así sin perjuicio de que a las Comunidades Autónomas en cuyos estatutos aparezca la competencia en materia de mercados de valores les corresponda la competencia exclusiva para el establecimiento y regulación de las Bolsas y centros de contratación de Valores en su territorio, competencias que ha de ponerse en relación con las que se atribuyen al Estado, puesto que las Bolsas de Valores forman parte integrante del mercado de valores regido por el principio de unidad, sobre el cual el Estado tiene competencias exclusivas para establecer las bases (Fundamento jurídico 5.º, con cita de la STC 96/1984).

De ahí que el TC no cuestione la competencia de la CNMV para el cumplimiento de los objetivos que le asigna el art. 13 LMV (velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y protección de los inversores); como se indica en el fundamento jurídico 7.a) de la STC 133/1997, “no dice la Ley que las

---

<sup>(9)</sup> BOE núm. 187, de 6 de agosto de 1997 (Suplemento). Corrección de errores BOE núm. 260, de 30 de octubre de 1997.

<sup>(10)</sup> Con anterioridad a la STC 133/1997, ya se pronunció acertadamente sobre esta cuestión DÍAZ RUIZ, E., “Reflexiones sobre competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de mercados secundarios de valores”, *RDM*, 193-194, 1989, pp. 817-834.

Comunidades Autónomas con competencias en la materia que hayan establecido, o establezcan en el futuro, mercados de valores no puedan atender a los mismos objetivos, sino que el Estado, a través de la Comisión Nacional, velará por su cumplimiento; lo cual es algo que está dentro de su competencia para establecer ese mínimo común normativo, necesario —como ha admitido el propio Gobierno Vasco— para la construcción del mercado único de valores, en expresión igualmente empleada en su demanda. Todo ello con mayor motivo si se piensa que uno de los objetivos —la correcta formación de los precios— desborda el ámbito estricto de la ordenación del crédito, para incidir en el más amplio de la política monetaria y financiera”.

Es por ello por lo que las competencias de supervisión, inspección y sanción que la LMV atribuye a la CNMV lo son (art. 84.7 LMV) sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas; por tanto, en principio y de acuerdo con el reparto competencial, las correspondientes Consejerías de economía o de hacienda ejercerían la potestad sancionadora en relación con las infracciones que se cometan en las Bolsas de Valores de ámbito autonómico.

La competencia exclusiva de las CCAA sobre “mercados interiores” o “bolsas de valores” aparece en los siguientes artículos de los respectivos Estatutos de Autonomía: art. 13.15 (Andalucía), art. 71.25 (Aragón), art. 10.1.8 (Asturias), art. 30.12 (Canarias), art. 24.13 (Cantabria), art. 31.10 (Castilla y León), art. 31.11 (Castilla La Mancha), art. 7.9 (Extremadura), art. 27.28 (Galicia), art. 10.36 (Islas Baleares), art. 26.1.13 (Madrid), art. 10.1.34 (Murcia), art. 44.28 (Navarra), art. 10.29 (País Vasco), art. 8.1.6 (La Rioja) y art. 49.20 (Valencia). El Estatuto de Autonomía catalán (Ley Orgánica 6/2006, de 19 de julio), sobre el que están pendientes de resolución varios recursos de inconstitucionalidad es el más explícito al establecer en su artículo 145 la competencia compartida de la Comunidad Autónoma catalana en la materia<sup>(11)</sup>.

Esto es, las supervisión, inspección y sanción de las infracciones que puedan tener lugar en el ámbito de las Bolsas de Valores es una competencia concurrente entre el Estado y las Comunidades Autónomas y se estructura horizontalmente en dos planos, en función de si estamos ante Bolsas de Valores cuya operativa se limita al ámbito territorial de una Comunidad Autónoma o son de ámbito supra-autonómico (en la actualidad, el SIBE). Como veremos más adelante, la MiFID obliga a reconocer determinadas competencias a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores que en la

---

(11) Art. 145 Ley Orgánica 6/2006, de 19 de julio: “Mercados de valores y centros de contratación. Corresponde a la Generalitat la competencia compartida en materia de mercados de valores y centros de contratación situados en Cataluña. Esta competencia incluye en todo caso: a) La creación, la denominación, la autorización y la supervisión de los mercados de valores y de los sistemas organizados de negociación. b) La regulación y las medidas administrativas de ejecución sobre organización, funcionamiento, disciplina y régimen sancionador de las sociedades rectoras de mercados de valores. c) El control de la emisión, la admisión, la suspensión, la exclusión y el establecimiento de requisitos adicionales de admisión de los valores que se negocian exclusivamente en estos mercados, así como la inspección y el control. d) La acreditación de las personas y de las entidades para ser miembros de estos mercados. e) El establecimiento de las fianzas que deben constituir los miembros de las bolsas de valores en garantía de las operaciones pendientes de liquidación”.

actualidad se ejercen por las administraciones públicas (CNMV y consejerías pertinentes de las Comunidades Autónomas).

Aunque no nos consta la imposición de sanciones por órganos autonómicos, en dos de las cuatro Comunidades Autónomas en las que existe Bolsa de Valores hay previsiones normativas al respecto. Así, en el Decreto 159/1999, de 9 de marzo, por el que se regula el régimen jurídico de los Centros de Contratación de Valores de la Comunidad Autónoma del País Vasco (BOPV de 30 de marzo de 1999), se atribuyen al Departamento de Hacienda y Administración Pública (art. 21) las potestades de supervisión, inspección y sanción en materia de mercado de valores en el ámbito territorial de la Comunidad Autónoma. El régimen de infracciones y sanciones es el previsto en la LMV. El número 18 de la Orden de 5 de mayo de 2000, del Departamento de Economía, Finanzas y Planificación de la Generalidad de Cataluña (DOGC de 23 de mayo de 2000), por la que se establecen las condiciones de acceso a miembro de la Bolsa de Valores de Barcelona y el régimen de admisión, suspensión y exclusión de los valores que cotizan exclusivamente en este mercado, confiere a la Dirección General de Política Financiera la competencia en materia de supervisión, inspección y sanción sobre la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en dicho mercado, sobre las demás personas o entidades relacionadas en los números 1 y 2 del art. 84 LMV.

La disposición adicional octava de la Ley de la Generalitat Valenciana 7/1990, de 28 de diciembre, de Presupuestos para el ejercicio 1991, crea el Instituto Valenciano de Finanzas, al que se le atribuye el ejercicio de las competencias asignadas a la Generalitat en materia de mercado de valores; hasta la fecha, no hay normativa autonómica específica en materia de supervisión, inspección y sanción para la Bolsa de Valencia [excepción hecha del servicio de compensación y liquidación de valores regulado por Decreto del Consell 147/1991, de 29 de agosto, modificado por Decreto 18/2008, de 22 de febrero (DOGV de 16 de febrero) y Orden de 27 de abril de 1993 (DOGV de 13 de mayo)]; al igual que sucede en la Comunidad de Madrid, que no tiene normativa autonómica propia en la materia.

En cualquier caso, ejerzan la competencia en materia de supervisión inspección y sanción la CNMV o los correspondientes organismos de las Comunidades Autónomas vasca y catalana, únicas que han desarrollado la materia, las sociedades rectoras de cada una de las Bolsas de Valores tienen una serie de competencias sobre las que ya se pronunció el Tribunal Constitucional en la citada STC 133/1997 al hilo del conflicto positivo de competencia planteado por el Gobierno Vasco en relación con determinados artículos del RD 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; entiende el TC que “la alusión de este art. 12 a las facultades de supervisión, inspección y sanción que correspondan, en su caso, a la Comunidad Autónoma respectiva ha de entenderse hecha con el mismo alcance del art. 84, párrafo 2.<sup>º</sup>, de la Ley [actual art. 84.7 LMV] y, así interpretado, tampoco invade las competencias asumidas por la Comunidad Autónoma del País Vasco” [fundamento jurídico 18.A) c) STC 133/1997]. El Alto Tribunal, tras recordar el alcance territorial de las competencias autonómicas, principio general que emana de la Constitución en razón de la propia organización territorial del Estado

y que responde a la necesidad de hacer compatible el ejercicio simultáneo de las competencias por parte de las Comunidades Autónomas que las hayan asumido (SSTC 44/1984, fundamento jurídico 2, y 132/1996, fundamento jurídico 4), sin perjuicio de las consecuencias extraterritoriales de hecho que, en su caso, puedan derivarse de las decisiones adoptadas en ejercicio de competencias autonómicas (STC 48/1988, fundamento jurídico 4), concluye que es lícito que una Comunidad Autónoma no pueda ejercer funciones de supervisión, inspección y sanción sobre entidades y personas físicas y jurídicas en relación con valores que además de operar en las Bolsas de su territorio, lo hacen también en Bolsas situadas en otras Comunidades Autónomas e, incluso, fuera del territorio nacional.

Por tanto, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de las correspondientes CC.AA. pueden desarrollar las funciones previstas en el Real Decreto 726/1989 respetando el marco competencial que establece la LMV. Ello no merma las competencias que el RD atribuye a las sociedades rectoras de cada una de las Bolsas de Valores existentes en España, por ejemplo en materia de admisión a negociación.

La Ley 47/2007 introduce un nuevo art. 32 bis que obliga a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores y a la Sociedad de Bolsas a establecer reglas claras y transparentes en relación a la admisión a negociación de valores, “que aseguren que éstos puedan ser negociados de modo correcto, ordenado y eficiente”. Expresamente se requiere que los mercados dispongan de mecanismos eficaces para comprobar periódicamente que los instrumentos financieros admitidos a negociación cumplan en todo momento los requisitos de admisión [art. 32.bis.2.c)]. Estamos ante la transposición del contenido del art. 40 de la MiFID<sup>(12)</sup>.

En esta materia ha de estarse a lo dispuesto en los arts. 26 y ss., 32 y 32 bis LMV, desarrollados en el ámbito estatal por los arts. 5 y ss. RD 1310/2005, que establecen un sistema de doble filtro. El art. 32 LMV atribuye a la CNMV la verificación previa del cumplimiento de los requisitos de admisión establecidos en la LMV (art. 26) y en las disposiciones reglamentarias. La admisión a negociación en cada una de las Bolsas de Valores o en el SIBE requerirá además del correspondiente acuerdo de la sociedad rectora. Se consideran admitidos de oficio los valores emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y el ICO. Para valores negociados exclusivamente en mercados de ámbito autonómico, el art. 32. 4 atribuye esta competencia a las Comunidades Autónomas con competencia en la materia, esto es, a Cataluña y al País Vasco<sup>(13)</sup>.

En relación con el sistema de doble filtro para la admisión de valores en Bolsa, el primero lo realiza la CNMV al verificar el cumplimiento de los requisitos de admisión

---

(12) En el Derecho español alguna de las previsiones del art. 40 de la MiFID se encontraban anticipadas en el Reglamento de Bolsas de 1967 (*vid. ad. ex.* el ya derogado art. 32.3 en el que se habilitaba a las Juntas Sindicales para establecer condiciones de admisión superiores a las que se detallaban en el propio art. 32.1; o el art. 48 que obligaba a las Juntas Sindicales a velar por el exacto cumplimiento de los requisitos de admisión).

(13) *Vid.* núms. 8 a 14 de la Orden de 5 de mayo de 2000, del Departamento de Economía, Finanzas y Planificación de la Generalidad de Cataluña.

(art. 6 RD 1310/2005), y el segundo (art. 7), le corresponde a la Sociedad Rectora “de conformidad con lo recogido en sus reglas propias de admisión a negociación”. Sigue transitoriamente vigente en la materia el Reglamento de Bolsas, que atribuye a las sociedades rectoras, además del establecimiento de las condiciones de admisión de valores a negociación, la competencia para acordar su admisión, previa acreditación por la CNMV del cumplimiento de los requisitos establecidos en la LMV y en el RD 1310/2005. Las condiciones de admisión que establezca cada sociedad rectora en todo caso deberán respetar lo previsto en la normativa citada<sup>(14)</sup>.

En materia de admisión a negociación de valores mobiliarios, y aunque no era estrictamente necesario desde el punto de vista técnico, el art. 32 bis.1. LMV hace referencia expresa a necesaria aplicación del los arts. 35, 36 y 37 del Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica la MiFID en lo relativo a la admisión a negociación de instrumentos financieros, además de a otras materias (DOUE L 241, de 2 de septiembre de 2006), artículos que establecen una serie de criterios que han de tener en cuenta, a nuestros efectos, la Sociedad de Bolsas y las Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores, a la hora de decidir sobre la admisión de negociación de acciones (art. 36), participaciones de instituciones de inversión colectiva (art. 37) y derivados (art. 38); los Reglamentos de cada una de las Bolsas de Valores y del SIBE habrán de respetar estas previsiones comunitarias, que se refieren fundamentalmente a la necesaria difusión del valor, a los mecanismos para la determinación del precio y la existencia de suficiente información pública para poder valorar el activo en cuestión.

Hecho este planteamiento general, la transposición de la MiFID al ordenamiento jurídico español obliga a revisar las competencias atribuidas a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores y a la Sociedad de Bolsas tanto en el plano autonómico como en el estatal, cuestión de la que nos ocupamos en el siguiente epígrafe.

### III. EL EJERCICIO DE LAS COMPETENCIAS EN MATERIA DE SUPERVISIÓN E INSPECCIÓN POR LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES Y POR LA ADMINISTRACIÓN AUTONÓMICA Y ESTATAL (CNMV)

Procede ahora analizar desde el punto de vista del derecho positivo qué competencias corresponden a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores y a la Sociedad

---

<sup>(14)</sup> La disposición adicional segunda del RD 1310/2005 obliga a los organismos rectores de las bolsas de valores a aprobar, “en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de este Real Decreto, sus reglas propias para la admisión a negociación de los valores que se negocien en dicha bolsa. Estas reglas deberán ser claras y transparentes”. Estas reglas aún no han sido aprobadas por lo que permanece transitoriamente vigente el capítulo V del Reglamento de Bolsas de Comercio de 1967 (*vid.* disposición transitoria tercera RD 1310/2005); una vez aprobadas, quedará derogado este Capítulo V excepto los artículos 48.1 y 49, que son los relativos a las potestades de las sociedades rectoras de las Bolsas (“Juntas Sindicales” en terminología del Reglamento de Bolsas) en materia de suspensión temporal de cotización del valor o de su exclusión de la negociación, ya por incumplimiento de las obligaciones de información del emisor (art. 48.1), ya por descenso en la frecuencia o volumen de contratación (disposición derogatoria RD 1310/2005).

de Bolsas en materia de supervisión e inspección de las respectivas Bolsas de Valores y del SIBE.

La Ley 47/2007 modifica en profundidad el Título IV de la LMV (“Mercados secundarios oficiales de valores”) para adaptarlo a la MiFID y establece un régimen común a todos los mercados secundarios oficiales españoles, que son en la actualidad las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones y el Mercado de Renta Fija, AIAF (art. 31.2. LMV). De esta forma se pretende armonizar el régimen de nuestros mercados secundarios oficiales con los del resto de mercados regulados que existen en la Unión Europea. [La última lista de mercados regulados en la UE ha sido publicada en el DOUE C57, de 1 de marzo de 2008].

Esta Ley introduce un nuevo art. 31 bis LMV dedicado a la autorización administrativa de los mercados secundarios oficiales, autorización administrativa que corresponde otorgarla al Ministro de Economía y Hacienda o, en su caso, a la Comunidad Autónoma con competencia en la materia, y a la revocación de dicha autorización.

Entre los requisitos necesarios para obtener la autorización como mercado secundario oficial figura el de la necesaria designación de una sociedad rectora, que adoptará la forma de sociedad anónima, y cuyas funciones básicas son la organización, el funcionamiento y la supervisión del mercado [art. 31.bis.2.a)]. Además, se ha de elaborar un proyecto de reglamento de mercado que ha de contener, entre otras previsiones detalladas en el art. 31.bis.2.g), las reglas aplicables en materia de supervisión y disciplina de mercado<sup>(15)</sup>. El art. 48.1 LMV en su nueva redacción establece que “las Bolsas de Valores estarán regidas y administradas por una sociedad rectora (...) que será responsable de su organización y funcionamiento interno”<sup>(16)</sup>.

El régimen de la LMV ha de completarse, con las previsiones reglamentarias recogidas en el citado Real Decreto 726/1989, cuyo capítulo II está dedicado a las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores, y con la normativa autonómica vasca y catalana existente en la materia.

El art. 12 RD 726/1989 es el dedicado a las funciones de supervisión atribuidas a las sociedades rectoras y en él se proclama el deber general que tienen de velar por la corrección y transparencia de los procesos de formación de precios, por la estricta observancia de las normas aplicables a la contratación y demás actividades propias de sus respectivas Bolsas de valores y, en general, por su buen desarrollo (art. 12.1). A continuación se concretan algunos aspectos de este deber general (art. 12.2) en la

---

(15) Los arts. 31 y ss. LMV implementan en el Derecho español el contenido de los arts. 36 y ss. de la MiFID.

(16) Ha desaparecido de la nueva redacción el párrafo que hacía referencia al ejercicio por las sociedades rectoras de “las funciones que les atribuye la presente Ley y las demás que determinen el Gobierno, el Ministro de Economía y Hacienda o la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin perjuicio de las que puedan otorgarles las Comunidades Autónomas que tengan atribuidos en sus Estatutos de Autonomía competencias en la materia”.

atribución de funciones de policía administrativa que ejercen en colaboración con la CNMV o con la correspondiente CA que haya asumido las respectivas competencias.

Así, las sociedades rectoras [art. 12.2.a)] pondrán en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, de la correspondiente Comunidad Autónoma, cuantos hechos o actuaciones puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación de los Mercados de Valores; prestarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma cuanta asistencia les soliciten en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción [art. 12.2.b)]. Sobre ellas pesa también el deber [art. 12.2.c)] de instar de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la suspensión de la negociación de un valor cuando se omita el cumplimiento de los deberes de información o de otros que imponga la cotización, o concurran cualesquiera otras circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones relativas a él, o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores. En casos de urgencia y particular gravedad podrán acordar por sí mismas, con carácter cautelar, la interrupción de la negociación, procediendo inmediatamente a comunicar su decisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta interrupción quedará sin efecto cuando así lo disponga dicha Comisión, o cuando ésta no acuerde la suspensión antes de finalizar el segundo día hábil siguiente a su adopción.

Asimismo [art. 12.2.d)], podrán interrumpir la contratación de uno o varios valores o la actuación en el mercado de uno o varios de sus miembros cuando ello resulte necesario para impedir la comisión de alguna infracción de normas de obligado cumplimiento, o para garantizar el ordenado desarrollo de la contratación, poniéndolo en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, de la correspondiente Comunidad Autónoma.

Por último (art. 12.2.3), propondrán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación reglamentariamente establecidos.

Es necesario interpretar las competencias atribuidas a las sociedades rectoras en el marco del nuevo régimen establecido en la LMV, que trae causa de la MiFID. A continuación nos detendremos en las principales funciones que desarrollan o debieran hacerlo estas sociedades rectoras

### **1. Competencias en materia de exclusión y suspensión de la negociación de valores en Bolsa**

El nuevo art. 34 LMV en la redacción dada por la Ley 47/2007 atribuye en su número primero a la CNMV la competencia para acordar “la exclusión de la negociación de aquellos instrumentos financieros que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y de aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información”. Esta competencia corresponde a

las Comunidades Autónomas “respecto a los instrumentos financieros negociados exclusivamente en mercados de su ámbito autonómico”.

La transposición de la MiFID hace que sea necesario reconocer también a las sociedades rectoras las potestades de exclusión y suspensión de la negociación de valores, potestades que les fueron retiradas por la LMV de 1988<sup>(17)</sup>. La dicción del art. 41 de la MiFID es clara al respecto: “Sin perjuicio del derecho de la autoridad competente de exigir la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento [financiero]... el gestor del mercado regulado podrá suspender o excluir de la negociación a todo instrumento financiero que deje de cumplir las normas del mercado regulado, salvo en [el] caso de que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado”. En esta materia la MiFID distingue claramente entre mercado regulado y sistema multilateral del negociación, ya que en el segundo caso, el gestor del mercado o la ESI ha de cumplir inmediatamente las instrucciones que le dicte su autoridad supervisora en materia de suspensión y exclusión de la negociación (art. 14.7 de la MiFID)<sup>(18)</sup>.

Consecuencia obligada, por tanto, es la nueva redacción del art. 34.3 LMV: “[a]simismo, la sociedad rectora de un mercado secundario oficial podrá excluir de la negociación a un instrumento financiero que deje de cumplir las normas del mercado de acuerdo con las condiciones previstas en el reglamento del mercado, salvo en el caso de que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado. En todo caso, inmediatamente después de adoptar la decisión deberá comunicarla a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y hacerla pública. De conformidad con lo señalado en el apartado anterior, la

---

(17) El art. 34 LMV ya desde su redacción original únicamente atribuía la facultad de acordar la exclusión de la negociación de valores, en nuestro caso en Bolsa, a la CNMV. Únicamente este art. 34 ha sido modificado por el art. 4.3 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, para incluir la referencia a los supuestos en los que el emisor no cumpla con las obligaciones legales que le sean aplicables, ya que en su redacción anterior sólo hacía referencia al incumplimiento de los requisitos de difusión, frecuencia y volumen de contratación como causa de exclusión de la negociación, y por el art. 1 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, 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, que no alteraron la atribución de esta competencia a la CNMV.

(18) Hay, pues, un reconocimiento explícito de estas potestades de suspensión y exclusión de la negociación en favor de los gestores u organismos rectores de los mercados regulados. Es más, el art. 50 de la MiFID, que es el dedicado a las potestades de las autoridades competentes (en nuestro caso, la CNMV o la CA correspondiente), recoge como contenidos mínimos de dichas potestades, entre otros, el derecho a [letra j)] “exigir que se suspenda la negociación de un instrumento financiero” y a [letra k)] “exigir que se excluya de la negociación un instrumento financiero, ya sea en un mercado regulado o en otros sistemas de negociación”. A mayor abundamiento, el art. 41.3 obliga a la autoridad competente “que exija la suspensión o exclusión de un instrumento financiero de la negociación en uno o más mercados regulados”, a hacer pública inmediatamente su decisión e informar debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros en los que se negocie dicho instrumento financiero. Éstas exigirán la suspensión o exclusión de dicho instrumento financiero de la negociación en los mercados regulados y SMN que operen bajo su autoridad, salvo que ello pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Comisión Nacional del Mercado de Valores informará debidamente de ello a las autoridades competentes de los demás Estados miembros”.

En el caso de las sociedades rectoras de las Bolsas de Madrid y Valencia, el acuerdo de exclusión que *de lege ferenda* adopte la sociedad rectora habrá de comunicarse inmediatamente a la CNMV, ya que no existe normativa autonómica al respecto; si el acuerdo de exclusión es adoptado por la sociedad rectora de la Bolsa de Bilbao, éste habrá de comunicarse a la Dirección de Finanzas de la CAPV; en el caso de la Bolsa de Barcelona, la Dirección competente es la de Política Financiera de la Generalitat.

Debe entonces modificarse la normativa autonómica vasca y catalana en la materia, ya que hasta la fecha, el órgano competente para acordar la exclusión de la negociación de valores de la Bolsa de Bilbao es la Consejería de Hacienda y Administración pública<sup>(19)</sup> y para la Bolsa de Barcelona, la Dirección General de Política Financiera de la Generalitat<sup>(20)</sup>.

Idéntico razonamiento procede realizar en materia de suspensión de valores de negociación. El art. 33.1 LMV en la nueva redacción dada por la Ley 47/2007 estable-

---

<sup>(19)</sup> La Dirección de Finanzas adscrita al Departamento de Hacienda y Administración Pública [art. 21.g) del Decreto 42/2006, de 28 de febrero, por el que se establece la estructura y funciones del Departamento de Hacienda y Administración Pública, BOPV de 9 de marzo de 2006], ejerce la competencia prevista en el art. 6 del Decreto 159/1999, de 9 de marzo, por el que se regula el régimen jurídico de los Centros de Contratación de Valores de la Comunidad Autónoma del País Vasco (BOPV de 30 de marzo de 1999). Art. 6: “El Departamento de Hacienda y Administración Pública podrá proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores admitidos a negociación exclusivamente en Bolsas de Valores de la CAPV, cuando no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación reglamentariamente establecidos. Dicha exclusión se acordará por propia iniciativa o a propuesta de la Sociedad Rectora de la correspondiente Bolsa.

La exclusión de la negociación de un valor en una Bolsa de Valores podrá también ser solicitada por la entidad emisora. No obstante, el Departamento de Hacienda y Administración Pública, en caso de que considere que la exclusión puede lesionar legítimos intereses de los tenedores o titulares de los valores, podrá denegarla o condicionarla a que el emisor promueva una oferta pública de adquisición. Ésta se extenderá a todos los valores afectados por la exclusión, de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que se establezcan de conformidad con la normativa que sea de aplicación”.

*Vid. ad. ex.* las Órdenes de 1 de marzo y 23 de marzo de 2000, respectivamente, de la Consejera de Hacienda y Administración Pública, por la que se determina la exclusión de negociación de los valores emitidos por determinadas sociedades (BOPV de 29 y 30 de marzo de 2000).

<sup>(20)</sup> La Dirección General de Política Financiera de la Generalitat es el órgano competente para excluir de la negociación los valores cotizados exclusivamente en la Bolsa de Barcelona (núm. 16 de la Orden de 5 de mayo de 2000, por la que se establecen las condiciones de acceso para ser miembro de la Bolsa de Valores de Barcelona y el régimen de admisión, suspensión y exclusión de los valores que coticen exclusivamente en este mercado, DOGC de 23 de mayo). Así por ejemplo, en el Boletín de Cotización de la Bolsa de Barcelona de 24 de enero de 2007 se publican Resoluciones de 19 de enero de 2007 del Director General de Política Financiera i Assegurances de la Generalitat de Catalunya por las que se acuerda excluir de negociación de la Bolsa de Valores de Barcelona —simultáneamente a su incorporación a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil— la totalidad de las acciones representativas del capital social de numerosas sociedades a petición de las propias compañías emisoras.

ce que “La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender la negociación de un instrumento financiero en los mercados secundarios oficiales españoles en que esté admitido cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre ese instrumento financiero o que aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores. Dicha competencia corresponderá a la Comunidad Autónoma con competencias en la materia, respecto a los instrumentos financieros negociados exclusivamente en mercados de su ámbito autonómico”<sup>(21)</sup>. Y por la necesaria implementación del art. MiFID, el nuevo art. 33.3 LMV reconoce esta potestad a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, si se incumplen las normas del mercado de acuerdo con las condiciones previstas en el reglamento del mercado, salvo que, al igual que sucede para la exclusión de la negociación, “tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado”.

Por tanto (art. 41 MiFID y arts. 33 y 34 LMV), ha de reconocerse la potestad de suspensión y exclusión de valores de la negociación a las sociedades rectoras de las Bolsas de Madrid y Valencia y a la Sociedad de Bolsas, e interpretar de forma coherente con el nuevo régimen legal el texto del art. 12 RD 726/1989.

La normativa autonómica vasca y catalana ha de entenderse por tanto superada, ya que ha quedado invalidada por contravenir lo dispuesto en la materia por la MiFID. No estamos ante un supuesto de distribución de competencias entre el Estado y las CC.AA. (materia en la que no puede entrar una Directiva comunitaria<sup>(22)</sup>), sino ante la atribución por la MiFID de una competencia directa a los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o regulados. Además, en virtud de lo dispuesto en el art. 33.3. LMV, las respectivas CC.AA. habrán de reconocer —más bien devolver— esta potestad a las sociedades rectoras de Bilbao y Barcelona (competencia que tradicionalmente les era reconocida en el art. 49 del Reglamento de Bolsas). La LMV tiene carácter básico en este punto e invalida las disposiciones autonómicas en la materia.

---

(21) El núm. 15 de la citada Orden de 5 de mayo de 2000, del Departamento de Economía, Finanzas y Planificación de la Generalidad de Cataluña atribuye a la Dirección General de Política Financiera de esta CA la facultad de suspender la negociación de los valores admitidos únicamente en la Bolsa de Barcelona; para el País Vasco, el Decreto 159/1999 atribuye a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao la potestad de instar al Departamento vasco de Hacienda y Administración Pública la suspensión de la negociación de un valor únicamente admitido a negociación en la Bolsa de Barcelona; en casos de urgencia o de particular gravedad podrán acordar por sí mismas con carácter cautelar la interrupción de la negociación, comunicándolo al referido Departamento. Esta interrupción quedará sin efecto cuando así lo disponga el citado Departamento o cuando éste no acuerde la suspensión antes de finalizar el segundo día hábil siguiente al de su adopción (art. 7.2 Decreto 159/1999).

(22) Como reiteradamente ha declarado el Tribunal Constitucional, el Derecho Comunitario no es canon de constitucionalidad (SSTC 132/1989, 65/1990, 28/1991, 64/1991, 111/1993, 13/1998 y 208/1999, entre otras). *Vid.* además, entre otros, los Dictámenes del Consejo de Estado español 1629/2007, de 27 de septiembre, 813/2003 de 27 de marzo y 48337/1985, sobre el Anteproyecto de Ley de delegación al Gobierno para la aplicación del Derecho de las Comunidades Europeas (aprobado posteriormente como Ley 47/1985).

Hasta este nuevo reconocimiento legal a nivel comunitario y nacional de la competencia en materia suspensión y exclusión de negociación a las Sociedades Receptoras de las Bolsas, la CNMV, desde la promulgación de la LMV en 1988, era el único organismo competente para ejercitarlas en los mercados de valores de ámbito supra-autonómico. Para las Bolsas de Bilbao y Barcelona, estas competencias se atribuían al respectivo organismo autonómico. Era necesario por ello realizar una interpretación correctora del el art. 49 del Reglamento de Bolsas (declarado vigente junto con el art. 48.1 por la disposición derogatoria del RD 1310/2005, de 4 de noviembre<sup>(23)</sup>) puesto que atribuía la competencia en materia de exclusión de la negociación a la sociedad rectora de la Bolsa en la que se negociaran las acciones, y entender que lo que permanecía vigente del mismo era lo relativo a los criterios que pueden determinar la exclusión de la cotización de las acciones de una sociedad de la Bolsa (descenso de la frecuencia de cotización o del volumen de contratación de un valor por debajo del 25 por 100 de las sesiones bursátiles o del volumen relativo de negociación nominal de los títulos de igual naturaleza con cotización, habida cuenta de su negociación en todas las Bolsas donde cotice, siempre que dicha circunstancia se produzca en dos semestres naturales consecutivos o en tres alternos en un período de seis, previa suspensión de cotización por la sociedad rectora y previo requerimiento a la sociedad afectada para que justifique, en plazo de tres meses, la difusión mínima necesaria de las acciones para ser admitidas a negociación en Bolsa), ya que el RD 726/1989, de forma coherente con el anteriormente vigente art. 34 LMV sólo reconocía a las sociedades receptoras facultad de proponer a la CNMV la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación reglamentariamente establecidos [art. 12.2.e)]<sup>(24)</sup>. Así por ejemplo, en el mercado de futuros sobre el aceite de oliva, la competencia en materia de suspensión de la contratación se atribuye a la CNMV; pero la Sociedad Rectora, “notificándolo a la CNMV” puede suspender o interrumpir la contratación “en los casos de fuerza mayor o cuando ello fuera necesario para la protección de la propia Sociedad Rectora del Mercado o de los participantes en el mismo”. Ahora bien, la CNMV puede imponer a la sociedad rectora el levantamiento de la suspensión. La potestad conferida a la sociedad rectora del MFAO es, pues, residual y siempre condicionada a la de la CNMV, que puede levantar la suspensión del contrato de futuros en cuestión (*vid.* art. 28 del Reglamento de este mercado, que se recoge como Anexo en la Orden ECO/3519/2003, de 1 de

---

(23) Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

(24) *Vid.* PALÁ LAGUNA, R., “La desmutualización de los mercados de valores: algunas cuestiones en relación con el caso español y las tradicionales competencias de las sociedades receptoras”, en AA.VV. *Estudios de Derecho de sociedades y Derecho concursal. Libro Homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, t. II, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 992 y ss.

diciembre, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros, de 7 de noviembre de 2003, por el que se autoriza la creación del mercado de futuros del aceite de oliva que estará regido por MFAO, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A., y se aprueba el Reglamento del Mercado<sup>(25)</sup>). Con el nuevo régimen legal recuperan su plena vigencia los arts. 48.1 y 49 del Reglamento de Bolsas; se vuelve al régimen establecido en el Reglamento de Bolsas de 1967 y son las sociedades rectoras de las Bolsas las competentes para acordar la suspensión y la exclusión de valores de cotización.

## 2. Las competencias de las sociedades rectoras en materia de abuso de mercado

La Ley 47/2007 adiciona un nuevo art. 32 ter en materia de abuso de mercado (art. 32.ter que copia casi literalmente el art. 43.2 de la MiFID), por el que se reconocen las competencias de las sociedades rectoras de los mercados de valores en materia de supervisión de las conductas que puedan suponer abuso de mercado y se recoge asimismo el deber de comunicar a la CNMV dichas posibles infracciones, así como de facilitar a la CNMV cualquier información pertinente para la investigación y persecución del abuso de mercado y de prestar “plena asistencia en la investigación y persecución del abuso de mercado cometido en o mediante los sistemas de mercado”<sup>(26)</sup>.

Se plantea la cuestión de si ha de interpretarse *stricto sensu* esta obligación de supervisión de las sociedades rectoras y de colaboración con la CNMV para la persecución de estas conductas, esto es, si el art. 32.ter LMV excluye la competencia supervisora de las Comunidades Autónomas en materia de abuso de mercado cometido exclusivamente en las Bolsas de ámbito autonómico. Desde luego, éste es el planteamiento de la Directiva de abuso de mercado, cuyo art. 11 consagra el principio de autoridad administrativa única para el *enforcement* de la disciplina de *market abuse* en

---

(25) “Artículo 28. Suspensión del Mercado. Interrupción de la Negociación.-1. La Sociedad Rectora suspenderá todos o alguno de los contratos negociados en el Mercado cuando así sea requerido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso, el alcance y contenido de la suspensión, así como su duración, será la que se haya establecido en el requerimiento efectuado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 2. La Sociedad Rectora, notificándolo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá decidir la suspensión total o parcial de todos o alguno de los contratos negociados en el Mercado por el plazo de tiempo que estime oportuno. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá imponer a la Sociedad Rectora el levantamiento de la suspensión. 3. La Sociedad Rectora no suspenderá o interrumpirá la contratación todos o alguno de los contratos negociados en el Mercado salvo en los casos de fuerza mayor o cuando ello fuera necesario para la protección de la propia Sociedad Rectora del Mercado o de los participantes en el mismo (...).”

(26) Con el concepto de abuso de mercado (*market abuse*) se hace referencia a las operaciones con información privilegiada y a la manipulación del mercado (*Vid.* considerando 12 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

ella recogida<sup>(27)</sup>. Sin embargo, no creemos que en Derecho español pueda mantenerse esta tesis; en primer lugar, por la jurisprudencia de nuestro Tribunal Constitucional en la materia (especialmente vid. STC 133/1997), y el tenor del art. 84 LMV, que reconoce expresamente la competencia de supervisión, inspección y sanción a las CC.AA. que las tengan atribuidas. En segundo lugar, porque el citado art. 43.2 de la MiFID —del que es un trasunto nuestro art. 32.ter LMV— establece la obligación para los gestores de los mercados regulados (sociedades rectoras) de informar a la autoridad competente de toda infracción significativa de sus normas y de toda anomalía en las condiciones de negociación o de actuación que pueda suponer abuso de mercado, además de recoger la ya citada obligación de prestación de información y asistencia en relación con la “investigación y la persecución del abuso de mercado cometido en o mediante los sistemas del mercado regulado”. El concepto de autoridad competente aparece recogido en el art. 4.1.22) de la MiFID (“la autoridad designada por cada Estado miembro de conformidad con el artículo 48, salvo indicación en contrario de la presente Directiva”<sup>(28)</sup>), y la MiFID obliga a los Estados miembros a designar a la autoridad competente, a nuestros efectos, en materia de supervisión de las conductas que pueden constituir abuso de mercado; en principio, pues, debieran serlo la CNMV y las CC.AA. con competencia en la materia (desde el punto de vista del derecho positivo, Cataluña y País Vasco).

Y lo cierto es que el respeto al modelo de Estado consagrado en nuestra Constitución con la consiguiente distribución de competencias entre el Estado y las cuatro Comunidades Autónomas con Bolsas de Valores en su territorio conlleva al establecimiento de al menos tres autoridades competentes para la persecución del *market abuse* (CNMV, Consejería de Hacienda del País Vasco y Consejería de Economía de la Generalitat de Cataluña) y cuatro para la imposición de sanciones (Ministro de Economía, CNMV, y los citados organismos vasco y catalán), lo que no parece muy acorde con el respeto al principio de unidad de mercado consagrado en la Constitución; pero la STC 133/1997 en principio no deja otra opción. Respecto a la MiFID, podría argumentarse que su art. 48 permite que el Estado designe en exclusiva a la CNMV para el ejercicio de estas competencias, dada la transcendencia de la prohibición de utilización abusiva de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones tiene para la

---

(27) Sobre este principio y las ventajas del sistema de autoridad administrativa única a la hora de una efectiva aplicación de la normativa en materia de abuso de información privilegiada, *vid. in extenso* HERNÁNDEZ SÁINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson Civitas, Madrid, 2007, pp. 601 y ss.

(28) Art. 48 MiFID (“Designación de las autoridades competentes”) “1. Cada Estado miembro designará las autoridades competentes para desempeñar cada una de las funciones previstas en las distintas disposiciones de la presente Directiva. Los Estados miembros deberán comunicar a la Comisión y a las autoridades competentes de los demás Estados miembros la identidad de las autoridades competentes responsables de la ejecución de cada una de esas funciones y cualquier división de estas últimas.

2. Las autoridades competentes mencionadas en el apartado 1 deberán ser autoridades públicas, sin perjuicio de que puedan delegar tareas en otras entidades cuando ello esté expresamente previsto (...)”.

economía nacional<sup>(29)</sup>, pero la repercusión exclusivamente local que podría tener una conducta de este tipo, señaladamente en materia de manipulación de cotizaciones nos obliga a mantener la segunda interpretación, sin perjuicio de que realmente sean muy pocas las conductas que se puedan circunscribir al territorio de una Comunidad Autónoma. En este sentido, el régimen sería similar al que rige en materia de Defensa de la competencia: la necesaria unidad de la economía nacional y la exigencia de un mercado único que permita el Estado el desarrollo de su competencia constitucional de bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica, hace que las competencias ejecutivas de las CC.AA. en la materia queden limitadas a aquellas actuaciones ejecutivas que hayan de realizarse en su territorio y que no afecten al conjunto del mercado nacional<sup>(30)</sup>. Cosa distinta es que en la práctica, la nula actuación de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia convierta a la CNMV en la única autoridad que ejerce la potestad inspectora en los casos de abuso de mercado. Será pues, la CNMV en la mayoría de los casos el organismo encargado de su persecución y sanción. De ahí la acertada previsión del art. 84.7 *in fine* LMV acerca de la posibilidad de celebración de convenios de colaboración entre la CNMV y las respectivas CC.AA. al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones<sup>(31)</sup>.

Fuera de nuestras fronteras, y en aras de una mayor efectividad en la supervisión de los mercados de valores y de un más ágil intercambio de información entre autoridades supervisoras, la MiFID exige que se designe a una única autoridad competente como punto de contacto a estos efectos (arts. 56 y ss. de la MiFID); de ahí que el art. 84.8 LMV atribuya a la CNMV la competencia en materia de supervisión de las conductas que pudieran constituir abuso de mercado en territorio español en relación

---

(29) HERNÁNDEZ SÁINZ propone, en aras de la protección igualitaria de todos los inversores, trasladar los razonamientos que el TC realiza para atribuir la competencia exclusiva a la CNMV en materia de verificación del folleto informativo de emisiones y ofertas públicas a toda la materia de inspección y supervisión. Pero creemos que es difícil que prospere esta tesis (a pesar de la conveniencia de la misma), ya que los valores objeto de admisión a negociación o de oferta pública de suscripción o venta de valores fácilmente terminarán negociándose en más de una Bolsa de Valores. Y en cambio, la manipulación de cotizaciones puede darse respecto a un concreto valor o a un concreto emisor en un mercado regulado; por ello, cuando se refiere a valores negociados en una única Bolsa de valores, no parece que pueda fundamentarse una excepción al reparto competencial establecido en la materia.

(30) *Vid.* STC 208/1999, de 11 de noviembre, que resuelve sendos recursos de inconstitucionalidad promovidos por el Gobierno Vasco y el Consejo ejecutivo de la Generalitat de Cataluña contra la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia (BOE de 16 de diciembre de 1999, núm. 300), fundamento jurídico 6.º

(31) Aunque no nos consta la celebración de convenios de este tipo, un ejemplo de la actuación coordinada entre la CNMV y las Comunidades Autónomas lo encontramos en la Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre, por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros sobre el aceite de oliva, en cuyo art. 3, en materia de autorización de estos mercados, se prevé la necesaria inclusión en el expediente de autorización el informe de la Consejería competente de la CA donde vaya a tener su sede el mercado, así como la posibilidad de que la CNMV, cuando lo considere necesario para el mejor desarrollo del mercado, pueda solicitar informe de otras CC.AA. a las que aquél les pueda afectar.

con valores negociables y demás instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro de la Unión Europea o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en uno de tales mercados. Probablemente ésta es la causa de que en el Informe del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) sobre infracciones administrativas y penales a efectos de la Directiva de Abuso de Mercado, sólo aparece como autoridad competente la CNMV, y no se citan las correspondientes consejerías de las Comunidades Autónomas para las Bolsas de Valores de ámbito autonómico<sup>(32)</sup>.

Sentado lo dicho, nos preguntamos hasta qué punto es necesaria la introducción de un nuevo artículo 32 ter en la LMV, ya que de la normativa actualmente vigente [art. 12.2 RD 726/1989, letras a) y b), en la interpretación propuesta] se desprende la existencia de estas obligaciones para las sociedades rectoras.

#### IV. CONCLUSIONES

La creciente internacionalización de nuestras Bolsas de Valores junto con los procesos de concentración a los que se está asistiendo en buena parte de las Bolsas europeas hace que la importancia económica de estos mercados requiera de una única autoridad supervisora y de un estrechamiento en los deberes de colaboración entre las Bolsas europeas, como pone de manifiesto la propia MiFID. Los mercados de ámbito autonómico tienen escasa relevancia si los comparamos con el mercado continuo (ya sólo en renta variable el volumen de negocio en 2007 ha sido de 1,7 billones de euros<sup>(33)</sup>), dándose además la circunstancia de que las cuatro sociedades rectoras de las Bolsas españolas están hoy integradas en el *holding* BME cuya matriz cotiza en el mercado continuo. Sin perjuicio de que el respeto al reparto competencial entre el Estado y las Comunidades Autónomas obligue a reconocer a estas últimas el ejercicio de potestades administrativas en relación con la supervisión de los mercados de valores de ámbito autonómico, la práctica pone de manifiesto que apenas las ejercen, a salvo de la suspensión y exclusión de valores de la negociación en Bolsa, potestades que además recuperan las respectivas sociedades rectoras, en aplicación de las previsiones de la MiFID al respecto.

---

<sup>(32)</sup> *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, (Ref. CESR/07-693 de fecha 17 de octubre de 2007). <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4853>.

<sup>(33)</sup> *Balance mensual y anual de los mercados operados por BME. La bolsa negocia 1,7 billones de euros en 2007, un 45% más que en 2006*. Nota de prensa de BMEX de 2 de enero de 2008 ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)).

# LA ESTRUCTURA JURÍDICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DEL DERECHO ANGLOAMERICANO

ÍÑIGO DAMBORENEA AGORRIA

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

## RESUMEN

El trabajo versa sobre la estructura jurídica de los fondos de inversión angloamericanos, comenzando con un estudio sobre el "trust", la institución genérica que sirve de armazón estructural para el fondo de inversión, y siguiendo con un análisis sobre cada una de las relaciones jurídicas que conforman aquella estructura (inversores entre sí; "trustee"—gestor; inversores—"trustee"; inversores-gestor). Se trata de descubrir en la inversión colectiva canalizada mediante el "trust" una figura alternativa al modelo de inversión societario-corporativo.

**Palabras clave:** "trust", "investment trust", "trustee", gestor, sociedad.

## ABSTRACT

This paper refers to the legal structure of the american mutual funds and british unit trusts (in this article, they are named as "investment trust"). It starts with a study about the trust, the generic institution that gives the structural frame of the "investment trust". It continues with an analysis of each of the legal relationships that constitute the abovementioned structure (among investors; trustee-manager; investors-trustee; investors-manager). This research seeks to explain a collective investment scheme that represents an alternative to the open-ended investment company.

**Key words:** trust, investment trust, trustee, manager, company.

---

## SUMARIO

- I. ANTECEDENTES HISTÓRICOS.
- II. EL *TRUST*.
- III. EL *INVESTMENT TRUST*.

- 1. Introducción.
- 2. La relación jurídica entre el *trustee* y el gestor.
- 3. La relación jurídica entre los inversores.

4. La relación jurídica entre los inversores y el *trustee*.

5. La relación jurídica entre los inversores y el gestor.

#### IV. CONCLUSIÓN.

---

### I. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

1. La evolución histórica de la inversión colectiva angloamericana se ha encontrado marcada por la alternativa entre dos formas de organización de la administración de bienes en interés de terceros: la sociedad y el *trust*. El diferente peso práctico que han tenido en la historia ha dependido de la carga normativa a la que venía sometida la primera de ellas. Así, con leyes especialmente imperativas y reguladoras, el *trust* ha resultado una opción funcionalmente justificada para la organización de actividades empresariales en razón, fundamentalmente, a su flexibilidad, en tanto que permite una configuración de la organización por sus constituyentes, y, en segundo lugar, al beneficio de la responsabilidad limitada que prevé para los aportantes de capitales.

2. Comenzando por la práctica británica, en el siglo XVIII la gran empresa se ejercía, principalmente, por las *companies*, aunque, al encontrarse su legalidad sometida a la concesión estatal, el *trust* mercantil o *business trust* sirvió, ocasionalmente, para disimular organizaciones societarias que desearan actuar al margen de la autorización pública. Con la reelaboración sistemática del Derecho de sociedades de mediados del XIX y su rigurosa aplicación por los tribunales se consiguieron, no obstante, reducir los casos de simulación, lo que convirtió a la sociedad de estructura corporativa y con personalidad jurídica plena en la primera vía técnico-jurídica para canalizar las actividades de inversión colectiva<sup>(1)</sup>.

Las primeras instituciones de inversión societarias se fundan en Escocia (la *Scottish American Investment Company*, también conocida por *South American Investment Company*, instituida en 1860), y en Inglaterra (la *London Financial Association* y la *International Financial Society*, creadas en 1863). En 1868 se constituye el primer *trust* de inversión colectiva británico con el nombre de *Foreign and Colonial Trust*<sup>(2)</sup>.

---

(1) Los casos de referencia son el *Sykes v. Beadon* y el *Smith v. Anderson* de finales del siglo XIX.

(2) Vid. los antecedentes del siglo XVIII y XIX en ARGENZIANO, L., *investment trust. Aspetti caratteristici della gestione degli investimenti mobiliari*, Milán, 1952, pp. 9 y 10; LIBONATI, *Holdings e investment trust*, Milán, 1959, pp. 468 a 470; DOTTI, "Classificazione degli investment trusts con riferimento alla struttura giuridica", en AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progreffi europei*, Pádova, 1967, pp. 37 y 38, nota a pie núm. 16 (ID., "Tipi anglo-americani di preminente interesse", en AA.VV., *L'investment trust... ob. cit.*, p. 59, nota a pie núm. 35); SERVIEN, *Fondos de Inversión. Una nueva fórmula de ahorro*, Bilbao, 1970, p. 23; SIN, *The Legal Nature of the Unit Trust*, Oxford, 1997, pp. 22 a 26; HUDSON, *The Law on Investment Entities*, Londres, 2000, pp. 193 y 194.

3. Por lo que respecta a los EE.UU., frente a la tímida aparición del *business trust* en el siglo XVIII, se advierte un auge notable de su presencia en el tráfico mercantil del siglo XIX y de principios del siglo XX. Ello se debió, indudablemente, a su gran autonomía respecto de la intervención legislativa, que propiciaba un marco flexible para la configuración final del instituto por parte de los interesados<sup>(3)</sup>. La normativa que impedía que las *corporations* participaran en el capital de otras y que realizaran determinadas actividades empresariales (en concreto, negocios e inversiones inmobiliarias o *real estate interests*), y que imponía, además, que se sometieran a diversas cargas en razón de los intereses públicos que habían de atender (por ejemplo, los costes fiscales, de publicidad y de los procedimientos liquidatorios; las restricciones en la emisión y venta de valores; o el sometimiento a los poderes de control, reglamentación e intervención estatales), quedaba asimismo soslayada si la gran empresa se encauzaba bajo un modelo de organización que proporcionaba las ventajas propias de las sociedades de personas: el *trust* mercantil<sup>(4)</sup>. No tardó por ello en aplicarse también a la actividad de gestión de las inversiones colectivas.

Los primeros *trusts* creados para la inversión colectiva son el *New York Stock Trust*, fundado en 1889, y el *Boston Personal Property Trust*, instituido en 1893<sup>(5)</sup>. De este último, bien es cierto, no ha faltado alguna censura a su carácter de institución de inver-

---

(3) Sobre la flexibilidad del *trust* como criterio determinante para su elección como forma de organización de una actividad de empresa, *vid.* WILGUS, "Corporations and express trusts as business organizations", en 13 *Michigan Law Review*, 1914-1915, pp. 205 a 238 (especialmente p. 236); ISA-ACS, "Trusteeship in modern business", en 42 *Harvard Law Review*, 1928-1929, pp. 1048, 1052, 1055, 1056, 1060 y 1061; LEPAULLE, *Traité théorique et pratique des trusts en droit interne, en droit fiscal et en droit international*, París, 1932, p. 81; LIBONATI, "Società di investimento e investment trust", en *Rivista delle società*, 1958, pp. 277 a 339 (ID., *Holding... ob. cit.*, pp. 499 a 501); de WULF, *The Trust and Corresponding Institutions in the Civil Law*, Bruselas, 1965, pp. 159 a 161; KÖTZ, *Trust und Treuhand*, Gotinga, 1963, pp. 23 y 24; WATERS, "The Institution of the Trust in Civil and Common Law", en *Recueil des Cours de l'Académie de droit international de la Haye*, t., 252, 1995, pp. 336, 337 y 386.

(4) Citando las restricciones concretas de la normativa societaria que impulsaron el empleo del *business trust*, *vid.* WRIGHTINGTON, "Voluntary associations in Massachusetts", en 21 *Yale Law Journal*, 1911-1912, p. 312; MAGRUDER, "The position of shareholders in business trusts", en 23 *Columbia Law Review*, 1923, p. 424; "Massachusetts trusts", en 37 *Yale Law Journal*, 1927-1928, p. 1106; GRAYSON, *Investment trusts. Their origin, development and operation*, Londres, 1928, pp. 152 y 153; FRANCESCHELLI, *Il "Trust" nel Diritto inglese*, Pádova, 1935, pp. 4 y 5; KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 72 y 122; ROSENBALM, "The Massachusetts trust", en 31 *Tennessee Law Review*, 1964, p. 471; de WULF, *ob. cit.*, pp. 170, 171 y 175; ROTH, *Das Treuhandmodell des Investmentrechts. Eine Alternative zur Aktiengesellschaft?*, Frankfurt am Main, pp. 88 a 90; FRATCHER, "Trust", en *International Encyclopedia of Comparative Law*, vol. VI, cap. II, p. 40; WATERS, *ob. cit.*, p. 338.

(5) *Vid.* ARGENZIANO, *ob. cit.*, p. 15, notas a pie núm. 16 y 17; JOUBERT, *Les Sociétés de Placement à long terme en valeurs mobilières ou Investment-Trust*, Aix-en-Provence, 1931, p. 63; ROBERTSON, "Background", en AA.VV., *Fund governance: legal duties of investment company directors*, dirigido por ROBERTSON, New York, 2001, p. 10 del capítulo 1.

sión colectiva, arguyéndose la inexistencia de una inequívoca voluntad para la creación de un específico organismo de inversión colectiva<sup>(6)</sup>.

4. El mayor desarrollo del *trust* en el campo de la inversión colectiva angloamericana se produce, con todo, tras la crisis financiera de 1929. Este suceso provoca en la práctica un señalado desinterés respecto del esquema societario hasta entonces imperante e inclina a la industria de la inversión colectiva a optar con preferencia por un modelo organizativo en el que, sin haber implicación alguna en el riesgo, la gestión gana mayor autonomía. Se trata de lo que inicialmente se llama *investment trust*, término que, con el tiempo, se ha desviado de su significado originario tanto en el Reino Unido, donde se emplea para referirse a una sociedad de inversión de capital fijo y regida por la normativa general de las sociedades, la *Companies Act* (las sociedades de inversión de capital variable se denominan *open-ended investment companies*, y quedan disciplinadas por la normativa que regula los mercados y servicios financieros, a saber, la *Financial Services and Markets Act* del año 2000)<sup>(7)</sup>, conociéndose por *unit trust* la institución de inversión que en el Derecho europeo-continental se corresponde con el fondo de inversión, como en los EE.UU., donde, a raíz la promulgación de la *Investment Company Act* en 1940, se habla de *management company*, incluyéndose bajo esta voz todas las instituciones de inversión colectiva de capital o patrimonio variables u *open-ended investment companies*, también llamadas *mutual funds*, y las instituciones de inversión colectiva de capital o patrimonio fijos o *closed-end investment companies*<sup>(8)</sup>.

En este trabajo, al objeto de tratar unitariamente la estructura de los fondos norteamericanos y británicos, se opta por manejar la locución *investment trust* en su sentido original, a saber, en el de *trust* orientado a la inversión colectiva.

## II. EL TRUST

1. El *trust* es un instituto de origen anglosajón mediante el que se instrumenta la transmisión de uno o varios bienes a una o varias personas (*trustees*) para que éstas los

---

<sup>(6)</sup> Vid. FARINA, FREEMAN, y WEBSTER, "The Mutual Fund Industry: A Legal Survey", en 44 *Notre Dame Lawyer*, 1968-1969, p. 770, especialmente la cita contemplada en la nota a pie núm. 204 de su artículo.

<sup>(7)</sup> Cfr. KEETON, *The Law of Trusts. A Statement of the rules of the law and equity applicable to trusts of real and personal property*, Londres, 1967, p. 2; PARKER, y MELLOWS, *The modern law of trusts*, Londres, 1983, p. 4, nota a pie núm. 12; PETIT, *Equity and the Law of Trusts*, Londres, 1989, p. 341; HAYTON, *The Law of Trusts*, Londres, 1989, pp. 45 y 46; HUDSON, *ob. cit.*, pp. 215, 245 y 246.

<sup>(8)</sup> Cfr. GARRETT, "When is an investment company?", en 37 *University of Detroit Law Journal*, 1959-1960, pp. 355 y 356; JARETZKI, "Duties and responsibilities of directors of mutual funds", en 29 *Law and Contemporary Problems*, 1964, p. 777; THIEL, *Der Schutz der Anleger von Wertpapierfonds im deutschen und amerikanischen Recht*, Frankfurt am Main, 1982, pp. 23 a 26 y 43; MUSTOFF, y ADLER, "Organizing an Investment Company. Structural considerations", en AA.VV., *The Investment Company regulation deskbook*, Columbia, 1998, apartado 3 del capítulo 2; ROBERTSON, *ob. cit.*, pp. 2 y 3 del capítulo 1.

custodien y administren en nombre propio mas por cuenta o en beneficio ya sea del transmitente ya de terceros e, incluso, en aras de un fin<sup>(9)</sup>. Se trata de una creación de la Jurisprudencia inglesa, concretamente de los tribunales medievales de la *Equity*, que hicieron posible que la cesión de bienes patrimoniales con fines de administración en interés ajeno que inicialmente venía construida sobre la base de un acuerdo meramente obligacional de carácter fiduciario, se articulase mediante un desgajamiento de titularidades entre el administrador y el beneficiario de tal administración. La “divisibilidad cuantitativa” del derecho anglosajón de propiedad permitía que sobre los bienes en *trust* se reconocieran una titularidad derivada del Derecho común en favor del *trustee*, la resultante de la transmisión efectuada con el fin de administración mencionado, y una titularidad derivada de la *Equity* en la persona del beneficiario, con el objeto de atribuirle los rendimientos económicos de la administración de los bienes dados en *trust* y posibilitarle la reivindicabilidad de los bienes eventualmente enajenados en infracción de los términos del *trust* constituido<sup>(10)</sup>.

La tutela jurídica que proporcionaba el instituto medieval del *use* a quien, mediante un pacto fiduciario, transmitía la propiedad sobre unas tierras mediante el procedimiento corriente del *Common Law* para que se administrasen en beneficio de terceros (se hacía, normalmente, con el ánimo de eludir diversas cargas feudales) no se consideraba suficiente, pues, al tratarse de un acuerdo meramente fiduciario, no existía acción legal alguna que pudiera entablarse ante los tribunales del *Common Law* contra quien, infringiendo las instrucciones facilitadas, hubiera enajenado las tierras en beneficio propio, o, por su parte, contra el tercer adquirente de las mismas. En efecto, por cuanto el Derecho inglés sólo

---

<sup>(9)</sup> Debe advertirse que ningún legislador ha definido el *trust* (vid. HAYTON, *The Law of Trusts*, ob. cit., p. 5); ni siquiera el Convenio de la Haya de 1 de julio de 1985, por más que pretenda tener vocación de alcance “universal” y cubrir la generalidad de los supuestos de *trust*. Su art. 2 únicamente describe el tipo de mayor frecuencia (negando su carácter conceptual, vid. PETIT, ob. cit., p. 20; BÉRAUDO, *Les trusts anglo-saxons et le droit français*, París, 1992, pp. 18 y 19; y LUPOI, *Trusts*, Milán, 2001, pp. 366, 498 a 501 y 518; este último, además, señala que lo que se describe en el Convenio es un *trust* amorfo que englobaría a muy diferentes figuras que presentan cierta analogía con el modelo anglosajón del *trust*). Por lo demás, algunas definiciones doctrinales significativas pueden ser las de FRANCESCHELLI, ob. cit., p. 138; SALMOND, *Salmond on Jurisprudence*, Londres, 1966, p. 256; la de KEETON, ob. cit., p. 5; HANBURY, y MAUDSLEY, *Modern Equity*, ed. revisada por MARTIN, Londres, 1989, pp. 46 y 47; LIPSTEIN, “Trusts”, en *International Encyclopedia of Comparative Law*, vol. III, cap. 23, p. 3; SALVATORE, *Il trust. Profili di Diritto internazionale e comparato*, Pádova, 1996, p. 5; BOGERT, *Trusts*, St. Paul, Minnesota, 2001, pp. 1 y 2.

<sup>(10)</sup> Manejando la terminología de WOLFF y RAISER, *Tratado de Derecho civil. Derecho de cosas*, t. III-1.º, 10.ª ed. traducida al español y anotada por PÉREZ GONZÁLEZ, y ALGUER, Barcelona, 1970, p. 329, nota a pie núm. 23 y p. 330, la “división cualitativa del derecho de propiedad” alude a las limitaciones impuestas por los derechos reales en cosa ajena (siendo la propiedad el derecho real más completo, en tanto que integrado de un número ilimitado de facultades, todos los demás derechos reales, al contener un menor número de facultades, son cualitativamente inferiores), mientras que la “división cuantitativa” se refiere a una división del derecho de propiedad de forma tal que las personas entre las que se disgrega la titularidad del bien deben considerarse propietarias, aunque de distinta naturaleza; vid. también von THUR, *Derecho civil vol. I. Los derechos subjetivos y el patrimonio*, ed. traducida por RAVÁ, con prólogo de ASCARELLI, Madrid, 1998, pp. 138 y 139.

conocía como fuente de obligaciones los contratos y los *torts* o delitos civiles, no se tipificaba en el *Common Law* ninguna posibilidad de satisfacción del beneficiario perjudicado. Asimismo, tampoco se le reconocía una acción real, ya que, para los tribunales del *Common Law*, el que recibió los bienes en *use* (el fiduciario) era el titular por Derecho común de los mismos<sup>(11)</sup>. En el siglo xv, sin embargo, con el nacimiento de la *Court of Chancery*<sup>(12)</sup>, comenzará a aplicarse un derecho complementario al común, denominado *Equity Law*, con el que tratará de flexibilizarse la rigidez del *Common Law* mediante un derecho fundamentado en preceptos de justicia natural<sup>(13)</sup>. Será de este derecho complementario, que invoca los rasgos propios del derecho de propiedad anglosajón con el objeto de otorgar una mayor protección jurídica a quien transmitía fiduciariamente los bienes, de donde procede el *trust*.

Y es que mientras que la propiedad del Derecho europeo-continental sólo es susceptible de distribuirse entre cotitulares de una comunidad que asigna cuotas indivisas sobre el mismo bien, en los países del *Common Law* la propiedad sobre un bien es disgregable, y este fraccionamiento se hará, en concreto, atendiendo a un criterio temporal. Concebida originariamente en relación con la propiedad sobre las tierras aunque más tarde se extiende también respecto de algunos bienes muebles, el fundamento de la “divisibilidad temporal” gravita sobre la estructura piramidal de la propiedad, tributaria del sistema feudal: de la propiedad regia sobre las tierras se derivan posiciones jurídico-reales aminoradas que atribuyen titularidades temporales; es decir, titularidades sobre intereses (*estates*), que otorgarían el derecho a ocupar, usar y gozar de las tierras por unos espacios temporales señalados. Con este modelo se llega a una intrincada articulación de la propiedad, de tal manera que sobre un mismo bien podrán coexistir, de forma simultánea o sucesiva, diferentes intereses temporales. La propiedad, así, se encuentra referida no al bien en sí mismo considerado, sino a una entidad

---

(11) Destacando que la posición del beneficiario descansaba en la simple confianza depositada en quien había recibido los bienes en concepto de *use*, *vid.* CHESHIRE, *The Modern Law of Real Property*, Londres, 1927, p. 40; MAITLAND, *Equity. A course of lectures*, ed. revisada por BRUNYATE, Cambridge, 1936 (reedición de 1969), pp. 27 y 28.

(12) Véase el proceso en MAITLAND, *ob. cit.*, pp. 1 a 22; MEGARRY, y BAKER, *Snell's principles of Equity*, Londres, 1966, pp. 7 a 13; SPENCE, “The history of the Court of Chancery”, en AA.VV., *Select essays in anglo-american legal history, vol. II*, Frankfurt, 1968, pp. 219 a 254; BAKER, y LANGAN, *Snell's principles of Equity*, Londres, 1982, pp. 7 a 13. Y en relación con el establecimiento de la *Court of Chancery* en las colonias americanas en los siglos xvii y xviii, *vid.* WILSON, “Courts of Chancery in the american colonies”, en AA.VV., *Select essays, vol. II, cit.*, pp. 779 a 809.

(13) Sobre la función meramente complementaria de la *Equity*, *vid.* MAITLAND, *ob. cit.*, pp. 15 a 22 y 153 a 178; MEGARRY, *A Manual of the Law of Real Property*, Londres, 1946, pp. 77, 86 y 87; ZWEIGERT, y KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts*, t. I, Tübinga, 1984, pp. 222 y 230 a 232; DIAMOND, “The Trust in English Law”, en *RDIPP*, 1981, pp. 290 y 291; PETIT, *ob. cit.*, pp. 3 a 10; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, pp. 22 a 26; una visión diferente, en SCHMITTHOFF, “Die englische Equity”, en AA.VV., *Festschrift für Ernst von Caemmerer zum 70. Geburtstag*, Tübinga, 1978, pp. 1051 a 1054.

abstracta o conceptual, el *estate*, que se interpondrá entre el “tenedor-inquilino” (*tenant*) y el bien, lo que entrañará perfilar un concepto de propiedad susceptible de “fragmentación cuantitativa” que no tiene paralelo en el Derecho europeo-continental<sup>(14)</sup>. Y precisamente en el *trust* es donde este concepto alcanza una de sus máximas expresiones<sup>(15)</sup>.

En efecto, los tribunales medievales de la *Equity*, reconociendo el *estate* que por el Derecho común le correspondía al *trustee* en virtud de la transmisión de bienes operada, instituyeron en la persona del beneficiario otro *estate*, un *equitable estate* que le atribuía la llamada *equitable ownership* sobre los bienes en *trust*. La relación jurídica entre el beneficiario y el *trustee* dejaba de ser meramente fiduciaria, pues pasaba a tener un fundamento legal<sup>(16)</sup>, y la tutela del *equitable estate* vendría a proporcionarse con la amplia reipersecutoriedad concedida.

Por la indicada reipersecutoriedad, en caso de que el *trustee* no ajustase su proceder a los términos del *trust*, además de incurrir en responsabilidad personal, el beneficiario podría recuperar el bien (o su producto) que, consiguiendo ser identificado de forma precisa, se hubiera transmitido a un tercero, con la salvedad, eso sí, de que el tercero fuera un adquirente oneroso (el que hubiera realizado una contraprestación, denominada *valuable consideration*) y de buena fe (el que no hubiera tenido ni hubiera podido tener noticia de la existencia del *trust* y, por ende, del *equitable interest* del beneficiario). Éste no quedaría vinculado por el interés de propietario según la *Equity*, ya que, ante dos

---

(14) Subrayando la diferente concepción del concepto de propiedad entre los sistemas anglosajones y los ordenamientos de los países de tradición romano-francesa, vid. SIEBERT, *Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis. Ein dogmatischer und rechtsvergleichende Beitrag zum allgemeinen Treuhandproblem*, Marburgo, 1933, pp. 53 y 96; WOLFF y RAISER, *ob. cit.*, pp. 329 y 330; HEDEMANN, *Tratado de Derecho civil, vol. II, Derechos reales*, ed. traducida y anotada por DIEZ PASTOR, y GONZÁLEZ ENRÍQUEZ, Madrid, 1955, p. 31.

(15) Por lo que respecta al Derecho norteamericano, aun sin apoyarse en el sistema de propiedad feudal inglés, la doctrina de los *estates* se ha impuesto en los términos explicados (salvo en el estado de Louisiana, que, por la influencia francesa, sigue el Derecho europeo-continental). Una exposición del concepto anglosajón de propiedad puede verse en MEGARRY, *ob. cit.*, pp. 8 a 73; SALMOND, *ob. cit.*, pp. 246 a 264; LUPOI, *Appunti sulla real property sul trust nel diritto inglese*, pp. 5 a 17, 34 y 35; ZWEIGERT, y KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 212 y 213; DUKEMINIER, y KRIER, *Property*, Boston-Toronto, 1988, pp. 145 a 147.

(16) Lo que se hizo fue convertir en verdadera obligación jurídica lo que antes era una obligación que permanecía en la moral o conciencia del “obligado”; cfr. CHESHIRE, *The Modern Law... ob. cit.*, p. 41; SIEBERT, *ob. cit.*, p. 68; FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, p. 61; AMES, “The origin of uses and trusts”, en AA.VV., *Select essays, vol. II, ob. cit.*, p. 742; GRASSETTI, “Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario”, en *Rivista di Diritto Commerciale*, 1936, pp. 552 y 553; HEFTI, “Trusts and Their Treatment in the Civil Law”, en *The American Journal of Comparative Law*, 1956, p. 559; GARRIGUES, *Negocios fiduciarios en Derecho Mercantil*, Madrid, 1976, pp. 19, 20, 45 a 49 y 89; PETIT, *ob. cit.*, pp. 11 y 453; COING, “Übernahme des Trusts in unser internationales Privatrecht?”, en AA.VV., *Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag am 25. september 1991*, Berlín-Nueva York, 1991, p. 79.

supuestos igualmente justos y dignos de protección, habría de prevalecer la transmisión efectuada por el titular según el *Common Law*<sup>(17)</sup>.

La ordenación de las titularidades sobre los bienes en *trust* sólo puede comprenderse, pues, engarzando *Common Law* y *Equity*. Tanto el *trustee* como el beneficiario serán titulares de *estates*; ambos serán propietarios, aunque de distinta naturaleza: uno, de carácter “nominal, formal o vinculado”, y el otro, de carácter “beneficiario o económico”<sup>(18)</sup>.

A pesar de la unificación del sistema judicial británico operada por la *Supreme Court of Judicature Act* de 1873, que conllevó la abolición de los tribunales de *Equity* y, por tanto, de la doble jurisdicción a la sazón existente, en el pensamiento jurídico anglosajón perdura todavía la diferenciación entre “titular por Derecho común” y “titular por *Equity*”<sup>(19)</sup>. Por lo que respecta a las colonias norteamericanas, éstas adoptaron el *Common Law* casi en su totalidad y, lógicamente, también acogieron, prácticamente sin modificaciones, la jurisprudencia de los tribunales de la *Equity*. De ahí que el *trust*, como institución surgida en estos últimos, pasase automáticamente al Derecho norteamericano, rigiendo en la actualidad en los mismos términos que en los albores de su recepción<sup>(20)</sup>.

2. En razón de la protección procurada al beneficiario, el *trust* representará una institución afín al viejo negocio fiduciario germánico<sup>(21)</sup>. Por ello, y aun cuando su derecho no sea oponible frente al tercer adquirente de buena fe, la posición jurídica del

---

(17) Así pues, ante la enajenación onerosa a un tercero de buena fe, el beneficiario perdería su derecho a recuperar el bien objeto del *trust* (o su producto), que quedaría subrogado por la contraprestación que el tercero hubiera entregado al *trustee*. Pero si el tercer adquirente oneroso fuera consciente o hubiera podido tener noticia de la existencia del *trust*, quedaría sometido al *trust*, debiendo considerarse le *trustee* (que actuaría en favor del beneficiario) y, por tanto, titular de un derecho de propiedad de carácter fragmentario o parcial; sobre esto más ampliamente, *vid.* CHESIRE, *The Modern Law... cit.*, pp. 55 a 60; FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, pp. 81 a 85, 175, 563 y 564; MAITLAND, *ob. cit.*, pp. 118, 119 y 216; KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 30 a 33; de WULF, *ob. cit.*, pp. 30, 31 y 38; MEGARRY, y BAKER, *ob. cit.*, pp. 55 a 61; MEGARRY, *ob. cit.*, pp. 80 a 82; KEETON, *ob. cit.*, pp. 394, 397 y 398; PETIT, *ob. cit.*, pp. 156 a 159, 459 y 460; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, pp. 28, 29, 33 a 35, 292 y 624 a 629; HAYTON, *Megarry's Manual of the Law of Real Property*, Londres, 1982, pp. 65 a 69 (ID., *The Law of Trusts, cit.*, pp. 12 y 132); WATERS, *ob. cit.*, pp. 248 y 249; McMEEL, *The modern law of restitution*, Londres, 2000, p. 360; BOGERT, *ob. cit.*, pp. 577 a 579 y 581.

(18) Sobre las calificaciones atribuidas a ambas titularidades por la doctrina europeo-continental, *vid.*, por ejemplo, FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, p. 33; GRASSETTI, *ob. cit.*, p. 550; BOVERI, *Über die rechtliche Natur der Investmenttrusts und die Rechtsstellung der Zertifikatsinhaber*, Zürich, 1945, p. 98; NUSSBAUM, “Soziologische und rechtsvergleichende Aspekte des ‘trust’”, en *Archiv für die civilistische Praxis*, núm. 151, 1950-1951, p. 196, p. 194; DOTTI, “Classificazione degli investment trusts...” *ob. cit.*, p. 44; ROTH, *ob. cit.*, p. 83; COING, *ob. cit.*, p. 79; voz: “Trust”, en el *Dizionario Enciclopedico del Diritto*, dirigido por GALGANO, Pádova, 1996, pp. 1516 y 1517.

(19) *Cfr.* SALMOND, *ob. cit.*, p. 260; DIAMOND, *ob. cit.*, p. 293.

(20) *Cfr.* KÖTZ, *ob. cit.*, p. 24; BOGERT, *ob. cit.*, p. 14.

(21) *Vid.* SIEBERT, *ob. cit.*, pp. 54 y 67; de CASTRO, *El negocio jurídico*, Madrid, 1967, p. 395; GARRIGUES, *ob. cit.*, pp. 23, 24 y 45.

beneficiario no parece que pueda reputarse exclusivamente obligacional<sup>(22)</sup>. También en nuestro Derecho civil el rasgo de la oponibilidad *erga omnes* puede hallarse limitado por la existencia de otros intereses más dignos de protección, sin que, por dicho motivo, se vea cercenada la posición jurídico-real afectada<sup>(23)</sup>. De manera que, así como el *estate* del *trustee* tiene la cualidad de absoluto, pudiendo ser oponible *erga omnes* (es decir, quienquiera que adquiera del *trustee* deberá poseer el bien en *trust* para el beneficiario), también el *equitable estate* podría estimarse que está dotado de tal rasgo, si bien con la única salvedad apuntada<sup>(24)</sup>. No resulta extraño, por lo expuesto, que en la tutela de su posición jurídica, el beneficiario pueda valerse tanto de acciones jurídico-reales como de acciones personales (del mismo modo, por cierto, que el censalista del art. 1623 del Código Civil español)<sup>(25)</sup>.

(22) Entre los defensores de la teoría que observa en el beneficiario la titularidad de un derecho exclusivamente obligacional pueden citarse a WILGUS, *ob. cit.*, p. 216; HOLLAND, *The Elements of Jurisprudence*, Londres, 1916, pp. 246, 247 y 250 a 252; STONE, “The nature of the rights of the cestuy que trust”, en 17 *Columbia Law Review*, 1917, pp. 467 a 501 (sobre todo, pp. 472 y 473); PALMER, “Trusteeship under the trust indenture”, en 41 *Columbia Law Review*, 1941, p. 202; CHESHIRE, La reimpresión que, con la introducción de COPARI, se realiza en 1998 (Turín) de las lecciones impartidas por CHESHIRE, reproducidas en la R. Universidad de Milán, los días 21, 22 y 23 de marzo de 1983, y que han sido traducidas al italiano por GRASSETTI, con el título *Il Concetto del “Trust” secondo la Common Law inglese*, pp. 19 y 20; AMES, *ob. cit.*, pp. 737 a 743; MAITLAND, *ob. cit.*, pp. 23, 28, 29, 106, 107, 110 a 112, y 152; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, p. 20; LUPOI, *Trusts, ob. cit.*, pp. 3, 4 y 56.

(23) No hay más que reparar en la doctrina de las adquisiciones a “*non domino*” por parte del tercer hipotecario que se beneficia de la fe pública registral o de las adquisiciones por parte del mismo a un “*dominus*” que posee, sin embargo, un poder de disposición limitado, restringido o resoluble (*vid.* el art. 34 de nuestra Ley Hipotecaria); aludiendo también a este argumento, KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 36 y 37, y HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, p. 20 (nota a pie núm. 10).

(24) Atribuyendo al *equitable estate* el carácter de real, *cfr.* SCOTT, “The nature of the rights of the cestuy que trust”, en 17 *Columbia Law Review*, 1917, pp. 269 a 290; GELDART, *Elements of English Law*, revisado por HOLDSWORTH, y HANBURY, Londres-Nueva York-Toronto, 1953, pp. 128 y 129; KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 36 y 37; SALMOND, *ob. cit.*, pp. 257, 258, 261 y 262; EISENMENGER, *Trustgeschäft und Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute. Die Voraussetzungen für eine Übernahme des Trustgeschäftes amerikanischer Banken in das Deutsche Bankgeschäft*, Frankfurt am Main, 1966, p. 26; BAKER, y LANGAN, *ob. cit.*, pp. 23 y 24; LIPSTEIN, *ob. cit.*, p. 4; BOGERT, *ob. cit.*, pp. 134 y 135.

(25) La doctrina que cabría adjetivar de “ecléctica” advierte en el beneficiario, por la doble posibilidad mencionada de accionar, una posición jurídica que no podría ser explicada desde la lógica jurídica continental, y por eso la califica de *sui generis*; *vid.* FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, pp. 23 a 35, sobre todo, pp. 32 y 33, nota a pie núm. 1; MEGARRY, *ob. cit.*, pp. 78 y 79; POLLOCK, *Pollock’s Principles of Contract*, Londres, 1946, p. 163; FRATCHEL, *ob. cit.*, pp. 7 y 8; HAYTON, *Megarry’s Manual...ob. cit.*, pp. 62 a 64; PETIT, *ob. cit.*, p. 70; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, pp. 17 a 20, 22 y 47; BÉRAUDO, *ob. cit.*, pp. 20, 31, 79 a 81 y 87; WATERS, *ob. cit.*, pp. 126, 127, 134, 273 a 278 y 448; CHECA, *El trust angloamericano en el Derecho español*, Madrid, 1998, pp. 10 a 12, 29 y 30; aquí también podría encuadrarse las tesis de DIAMOND, *ob. cit.*, pp. 289 y 293, según la cual los derechos del beneficiario son derechos de propietario (real), pero se exigen *in personam* frente al *trustee*, y la de SIEBERT, *ob. cit.*, pp. 96 a 98, para quien el beneficiario tiene una especie de *ius ad rem*.

Con la construcción explicada, la estructura del *trust* revelará, por tanto, una particular configuración del contenido fiduciario de la función del *trustee*: en el marco de las disposiciones de la declaración constitutiva del *trust*, se verá obligado al desarrollo de una actuación en interés exclusivo de un beneficiario cuya titularidad viene amparada *ex lege*<sup>(26)</sup>. Y como consecuencia del reforzamiento legal de la relación fiduciaria, se obtendrá una rigurosa separación entre, por un lado, el poder jurídico de administración derivado de la titularidad del *legal estate*, que recaerá en el *trustee*, y por otro, la facultad de goce de los efectos económicos o rendimientos que otorga el *equitable estate*, que corresponderá al beneficiario. Esta disociación, unida a la prescripción normativa que obliga a conformar con los bienes en *trust* un patrimonio separado, afectado a un fin concreto y, con ello, gobernado, en su composición, por el principio de subrogación real<sup>(27)</sup>, conlleva necesariamente un régimen de responsabilidades bien diferenciadas: a la responsabilidad personal ilimitada del *trustee*, por las deudas contraídas en la administración del patrimonio en *trust*, se contrapone la responsabilidad patrimonial limitada del beneficiario, que solamente alcanzará a su participación en dicho patrimonio<sup>(28)</sup>.

### III. EL INVESTMENT TRUST

#### 1. Introducción

Es pacífica la idea de advertir en el fondo de inversión (*investment trust*) la concurrencia de los tres elementos que perfilarían “el concepto amplio” de *trust*: a) el

---

(26) La tipificación normativa de esta relación fiduciaria (con lo que de extraño resulta para el Derecho europeo-continental hablar simultáneamente de fiducia y tipificación) no obsta para predicar del *trust* el fundamento último de la confianza “interpartes”, propia de todas las relaciones en las que una persona se encuentra en una posición de superioridad, normalmente derivada de su aptitud técnica y profesional, frente a la contraparte, adquiriendo para con esta última especiales (por rigurosos) deberes de lealtad y fidelidad; sobre ello, *vid.* POSNER, “Liability of the trustee under the corporate indenture”, en 42 *Harvard Law Review*, 1928-1929, pp. 198 a 248; SCOTT, “The trustee«s duty of loyalty”, en 49 *Harvard Law Review*, 1935-1936, pp. 521 a 565, especialmente, 522 a 525 (ID., “The fiduciary principle”, en 37 *California Law Review*, 1949, pp. 539 a 555); MEGARRY, y BAKER, *ob. cit.*, pp. 255 a 261; KEETON, *ob. cit.*, pp. 307 a 318; PARKER, y MELLOWS, *ob. cit.*, pp. 162, 269 a 274, 403 y 404; HAYTON, *The Law of Trusts, ob. cit.*, pp. 117 a 120; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, pp. 459 a 461 y 495; PETIT, *ob. cit.*, pp. 317, 318, 339, 348 a 350, 374 y 378 a 382; BÉRAUDO, *ob. cit.*, pp. 8 a 10 y 98 a 102; CORSO, “Trustee e gestione dei beni in trust”, en *Problemi di Diritto Comparato*, colección dirigida por ALPA, LUPOLI, y MORELLO, Milán, 2000, pp. 72 a 77 y 102 a 122 y 126 a 128; BOGERT, *ob. cit.* pp. 334 a 336, 341, 342, 348 a 351 y 366 y 367; LUPOLI, *Trusts, ob. cit.*, pp. 30 y 269 a 284.

(27) Sobre el principio de subrogación real en el *trust*, *cf.* SIEBERT, *ob. cit.*, pp. 68, 75 y 76; FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, pp. 556 y 557; KÖTZ, *ob. cit.*, pp. 30 y 31; FRATCHER, *ob. cit.*, pp. 7 y 29; PETIT, *ob. cit.*, p. 432; HAYTON, *The Law of Trusts, ob. cit.*, p. 131.

(28) Sobre la disociación entre la titularidad sobre el valor económico (y los resultados) y la administración del *trust*, y la responsabilidad limitada del beneficiario con motivo de dicha disociación, *vid.* NUSSBAUM, *ob. cit.*, p. 195; HEFTI, *ob. cit.*, p. 554; SALMOND, *ob. cit.*, pp. 253 y 256; KEETON, *ob. cit.*, pp. 323 a 325; ROTH, *ob. cit.*, p. 81; FRATCHER, *ob. cit.*, p. 73; PARKER, y MELLOWS, *ob. cit.*, p. 263; PETIT, *ob. cit.*, pp. 408 a 411; HAYTON, *The Law of Trusts, ob. cit.*, p. 124.

nombramiento de un *trustee*, revelador de la voluntad inequívoca de constitución del instituto; b) la conformación, con los bienes aportados y con los adquiridos con ellos, de un patrimonio separado, representando la participación del inversor en aquél el límite de su responsabilidad patrimonial por la gestión desarrollada en su interés; c) y, en tercer lugar, la fijación del fin perseguido.

Por razón del último elemento, el fondo de inversión adoptará, concretamente, la fisonomía propia de un *trust* vinculado a un fin predefinido (la inversión colectiva), lo que comporta que el señalamiento de uno o varios beneficiarios iniciales para la ordenación integral de la estructura subjetiva del *trust* no revestirá carácter esencial; los beneficiarios del *investment trust* quedarán determinados en el momento de realizar su aportación patrimonial al *trust* constituido<sup>(29)</sup>.

## 2. La relación jurídica entre el *trustee* y el gestor

El encaje del *investment trust* en el concepto de *trust* ha ofrecido, sin embargo, una doble dificultad: en primer lugar, porque en su estructura organizativa, además del *trustee* y los beneficiarios, hay otro sujeto, el gestor (llamado *manager*); y de otro lado, y en conexión con ello, porque su constitución se desvía del procedimiento típico del *trust* genuino (que es el acto de liberalidad de un constituyente) para producirse mediante un negocio contractual oneroso entre el *trustee* y el gestor<sup>(30)</sup>.

Pues bien, la primera de las singularidades responde, sencillamente, a la adaptación del *trust* clásico (la institución propiamente conservativa que tenía por objeto la mera tenencia fiduciaria de bienes) a las nuevas exigencias financieras que, en la inversión colectiva, piden el establecimiento de una estructura subjetiva mediante la cual poder distribuir las funciones y responsabilidades del primigenio *trustee*. La incorporación junto al *trustee* de una nueva figura como el gestor profesional entre los sujetos que integran el *investment trust* no revelará sino el proceso de especialización experimentado al objeto de afrontar una actividad de riesgo como la gestión de un patrimonio con fines de inversión y de lograr, así, una mayor eficiencia. Con esta estructura se ha obtenido, en definitiva, una racionalización de funciones que agiliza la actividad de empresa. Y, conforme a ella, al gestor le competarán, fundamentalmente, la emisión de participaciones, el pago de las rescatadas por los inversores y la gestión del patrimonio; al *trustee*, por su parte, la custodia de los activos patrimoniales dados en *trust*, la ejecución de las decisiones de administración adoptadas por el gestor, la supervisión de la administración que se desarrolla así como de los procedimientos y

---

<sup>(29)</sup> Sobre esto, *cfr.* FRANCESCHELLI, *ob. cit.*, p. 192; de WULF, *ob. cit.*, p. 59; KEETON, *ob. cit.*, pp. 105 a 107; PARKER, y MELLOWS, *ob. cit.*, pp. 64 a 66; FRATCHER, *ob. cit.*, pp. 31 a 33; PETIT, *ob. cit.*, pp. 46 y 47; HAYTON, *The Law of Trusts, ob. cit.*, pp. 60 a 62; BÉRAUDO, *ob. cit.*, p. 57; BOGERT, *ob. cit.*, pp. 24 a 26 y 121 a 124.

<sup>(30)</sup> Planteando estas objeciones, *vid.* SIN, *ob. cit.*, pp. 69 a 82, 101 a 104 y 186 y 187.

métodos utilizados por el gestor en el cálculo del valor de las participaciones emitidas y rescatadas y, por último, la llevanza de un registro de inversores o partícipes<sup>(31)</sup>.

El reparto de funciones, por lo demás, enlaza con la naturaleza del título del que emana el *investment trust*. En razón de los fines para los que se concibe, éste queda construido sobre un contrato bilateral; se trata de un *trust* de naturaleza jurídico-negocial. Y ello no contraviene los preceptos conceptuales de la institución del *trust*, ya que éste, además de *ope legis* o en virtud de un acto jurídico unilateral del constituyente (*settlor*), puede también constituirse mediante un título contractual<sup>(32)</sup>. En el *investment trust*, específicamente, este título es el que configura la organización de funciones y poderes entre gestor y *trustee*: con arreglo al acuerdo celebrado entre el *trustee* y el gestor, la tenencia de los bienes dados en *trust* que por la titularidad derivada del *Common Law* corresponde al *trustee* se hará, en primer lugar, en beneficio del gestor contratante, que alcanzará, así, la condición de titular originario del interés beneficiario; sólo posteriormente, en el momento en el que se emitan las participaciones y se adquieran por los inversores, es cuando el interés del gestor se fragmenta y se transmite derivativamente a cada inversor la titularidad beneficiaria de una cuota (indivisa) sobre los activos del patrimonio en *trust*<sup>(33)</sup>. La racionalización funcional en relación con la gestión *grosso modo* del fondo de inversión no dará lugar, por ello, a una ordenación de poderes que diverge respecto del *trust* genuino, en el que hay un titular con poder absoluto de gestión (el *trustee*) y un titular con derecho a los rendimientos (el beneficiario)<sup>(34)</sup>. Simplemente, la titularidad del interés beneficiario se refleja, con

---

(31) En la actualidad, y con el ánimo de racionalizar tareas para alcanzar una mayor eficiencia en los servicios ofrecidos a los inversores, la conclusión de ciertas operaciones y actos jurídicos se encomienda, en el marco de una relación de colaboración o de asistencia profesional establecida con los *trustees*, a un amplio elenco de terceros especialmente capacitados. Es muy ilustrativa la estructura de los fondos de inversión norteamericanos, que suele quedar conformada con las siguientes figuras: a) el *sponsor*, que se encarga de promover la constitución del fondo de inversión; b) el *custodian*, en quien se delega la custodia de los activos que conforman el patrimonio del fondo; c) el *administrator*, que se nombra para facilitar la ejecución de las tareas administrativas; d) el *underwriter* o *distributor*, designado para colocar las participaciones entre los inversores; e) el *transfer agent*, a quien se le confía la gestión de un registro de las participaciones emitidas y de sus titulares y, asimismo, de las participaciones rescatadas; f) el *independent auditor*, que es el auditor independiente cuya labor garantiza el derecho de información de los inversores; g) y el *found counsel*, que realiza una función de asesoramiento a los directivos sobre diversos aspectos.

Sobre todas estas figuras, *vid.* KIRSCH, "An Introduction to Mutual Funds", en AA.VV., *Mutual Fund Regulation*, dirigida por KIRSCH, New York, 2002, pp. 4 a 9 del capítulo 1; COGAN, PELTZ, y SCHWAB, "Fund formation", en AA.VV., *Mutual Fund Regulation*, *ob. cit.*, pp. 15 a 18 del capítulo 2; AMBROSINI, y CLARK, "Custody of Mutual Fund Assets", en AA.VV., *Mutual Fund Regulation*, *ob. cit.*, capítulo 3.

(32) Sobre la posibilidad de que los "*trusts*" puedan tener origen contractual, *vid.* de WULF, *ob. cit.*, p. 28; KEETON, *ob. cit.*, pp. 7 y 16; HANBURY, y MAUDSLEY, *ob. cit.*, pp. 22, 48 y 49; HAYTON, *The Law of Trusts*, *ob. cit.*, p. 4; BÉRAUDO, *ob. cit.*, pp. 8, 21 y 67; SIN, *ob. cit.*, p. 70; CHECA, *ob. cit.*, pp. 13, 29 y 30; LUPOLI, *Trusts*, *ob. cit.*, pp. 155 a 162 y 292.

(33) *Vid.* KÖTZ, *ob. cit.*, p. 73.

(34) Como lo cree, sin embargo, SIN, *ob. cit.*, pp. 69 a 82, 101 a 104 y 186 y 187.

motivo de la relación contractual señalada, en dos estadios sucesivos. Puede decirse, así, que el mercado ha forzado de tal manera la configuración del tipo clásico de *trust* que ha proyectado un tipo especial, el orientado a la inversión colectiva; un modelo complejo de *trust* mercantil que nace de un pacto celebrado entre el *trustee* y el gestor (o, en otras palabras, un *trust* creado mediante la combinación de principios propios del *Common Law* y de la *Equity*)<sup>(35)</sup>. Con este armazón estructural que canaliza la transmisión del originario interés beneficiario del gestor a los suscriptores, se conseguirá eludir, además, la prohibición de la teoría general de los contratos inglesa de estipular contratos en favor de terceros<sup>(36)</sup>.

### 3. La relación jurídica entre los inversores

En contraste con la posición eminentemente pasiva de los beneficiarios del tipo clásico de *trust*, los legisladores establecen que la aprobación de determinadas cuestiones organizativas en los *investment trusts* precisa contar con el voto mayoritario de los partícipes en las asambleas convocadas al efecto<sup>(37)</sup>. La previsión de este tipo de asambleas de partícipes no implicará, sin embargo, que entre ellos haya un vínculo societario.

En efecto, con estas asambleas solamente se busca que los partícipes puedan expresar su voluntad actuando como titulares por *Equity* del patrimonio de inversión frente a materias referidas a la configuración jurídica del fondo de inversión<sup>(38)</sup>. A diferencia de la junta general de una sociedad anónima, a la que compete la actividad

(35) *Vid.* HUDSON, *ob. cit.*, pp. 199 a 201; en contra, SIN, *ob. cit.*, pp. 158 a 167, para quien la relación entre el gestor y el *trustee* descubre una particular relación fiduciaria que califica de *relación fiduciaria fáctica* (que se diferenciaría del negocio fiduciario de tipo romano en que encauza una especie de relación fiduciaria de segundo grado —la de primer grado se daría entre el *trustee* y el inversor—).

(36) Sobre ello, *vid.* POLLOCK, *ob. cit.*, p. 163; KEETON, *ob. cit.*, pp. 6 y 7; DIAMOND, *ob. cit.*, p. 299; CLARET, *De la fiducia y del trust. Estudio de derecho comparado*, Barcelona, 1946, p. 46.

(37) En las normas de la *Investment Company Act* norteamericana referidas a la contratación de un gestor, a la revocación de la relación de gestión, a las prórrogas del contrato de distribución de participaciones que se haya delegado en un tercero, al nombramiento de auditores, a la destitución de *trustees* e, incluso, a ciertas modificaciones estructurales, se prescribe, junto a la aprobación mayoritaria del *board of trustees* (también suele exigirse la de los miembros que tienen el carácter de independientes con respecto a la gestora), el necesario consentimiento de los partícipes (*vid.* los arts. 80a-13, 80a-15 (a), 80a-15 (b), 80a-15 (c), 80a-16 (c), 80a-18 (i) y 80a-31 (a) del *US Code* —que es el cuerpo normativo donde se codifica la *Investment Company Act*—). Sobre diversos aspectos de estas intervenciones, *vid.* LOBELL, “The mutual fund: a structural analysis”, en *47 Virginia Law Review*, 1961, pp. 214 a 216; también las pp. 45 a 48 de un estudio realizado en el año 1962, denominado “A Study of Mutual Funds. Report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce”, y dirigido por FRIEND, BROWN, HERMAN, y VICKERS, miembros de la *Securities Research Unit* de la *Wharton School of Finance and Commerce* de la Universidad de Pennsylvania; R.G.C., “Mutual funds and the investment advisory contract”, en *50 Virginia Law Review*, 1964, pp. 155 a 164; ROTH, *ob. cit.*, pp. 13, 35, 44 y 101 a 104.

(38) En un sentido parecido, FORD, “Unit trusts”, en *23 Modern Law Review*, 1960, pp. 147 y 148, SIN, *ob. cit.*, pp. 147 a 153, y HUDSON, *ob. cit.*, p. 212.

normativa del contrato social y la determinación del programa de actividad para la gestión continua, los partícipes de un *investment trust* sólo intervienen en los temas de carácter jurídico-constitucional (autorizando y ratificando la remoción del gestor, el nombramiento del *trustee*, etc.); mas no podrán impartir directrices de gestión, ni siquiera en forma de alta dirección, puesto que la actividad empresarial se ejercerá siempre por el *trustee*, obrando como tal, en su propio nombre y bajo las pautas establecidas por el gestor, y de ningún modo como órgano ni como mandatario de una eventual sociedad de partícipes. El nexo que, por lo tanto, hay entre los partícipes de un *investment trust* deriva de su condición de titulares del *equitable estate* sobre los bienes patrimoniales del fondo<sup>(39)</sup>. Con la ausencia en su persona de cualquier facultad de influir en la actuación ejecutiva (es decir, de cualquier facultad superior de orientar la administración), faltará uno de los elementos que definen la categoría conceptual de la promoción de un fin en común<sup>(40)</sup>.

En los muchos litigios planteados en los tribunales norteamericanos, los jueces han tratado de desentrañar si entre los aportantes de capitales ha habido una voluntad encubierta de ejercitar una actividad de empresa mediante la forma de organización societaria y de valerse, en consecuencia, de la simulación para eludir el régimen legal de sociedades<sup>(41)</sup>. El criterio determinante para aplicar el régimen general de la sociedad en los casos de atipicidad ha residido en el grado de control que los “supuestos beneficiarios” ejercían sobre el “supuesto” *trustee* y, al mismo tiempo, en su influencia en la gestión; en definiti-

---

<sup>(39)</sup> Como dice HUDSON, *ob. cit.*, p. 212, el único lazo existente entre los partícipes resultará de la “*Equity*”, consistiendo en el derecho de todos ellos, siempre que estén jurídicamente capacitados, de solicitar conjuntamente la alteración de los términos del mismo. Se trata de la aplicación de la regla *Saunders v. Vautier* del modelo clásico de *trust*; sobre ella, *vid. KÖTZ, ob. cit.*, pp. 53 y 54; KEETON, *ob. cit.*, p. 329 a 331; MEGARRY, y BAKER, *ob. cit.*, pp. 244 y 245; GELDART, *ob. cit.*, pp. 126 y 127; FRATCHEL, *ob. cit.*, pp. 52 y 53; PARKER, y MELLOWS, *ob. cit.*, pp. 385 a 387 y 409 a 411; PETIT, *ob. cit.*, pp. 328 a 331; HAYTON, *The Law of Trusts, ob. cit.*, pp. 22, 51 y 52; BÉRAUDO, *ob. cit.*, pp. 76 a 78.

<sup>(40)</sup> El concepto amplio de sociedad se forma, entre otros, con el elemento de la promoción de un fin en común, y esta promoción significa una colaboración, que podrá ser realizada por medio de la participación en los órganos donde resida la alta gestión mediante decisiones ocasionales o mediante el establecimiento de un programa de actividad para la gestión asidua (aunque el elemento conceptual de la promoción de un fin en común y la participación en la actividad gestora sean dos realidades conceptuales diferentes, en las sociedades de estructura “primaria” la actividad social se realiza por los socios a través del ejercicio de sus derechos y obligaciones sociales, por lo que la noción de gestión queda, en cierta forma, difuminada, desapareciendo, así, la distinción entre el concepto de “obligación de promoción del fin social” y el de “gestión”; en las sociedades de estructura “compleja”, por su parte, para el desarrollo de tal actividad social se crean órganos especiales a los que se atribuye una particular esfera de competencia y sin que sea necesario que sus miembros ostenten la condición de socio; *vid. GIRÓN, Derecho de Sociedades, t. I, Parte General, Sociedades Colectivas y Comanditarias*, Madrid, 1976, pp. 40 a 43, 300, 302 y 430 a 440, y FERNÁNDEZ de la GÁNDARA, *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Zaragoza, 1977, pp. 169 a 174, 322 y 323 (nota a pie núm. 82), y 354 a 363.

<sup>(41)</sup> Una lista de casos en los que se plantea este conflicto puede verse en “Massachusetts trusts”, *ob. cit.*, pp. 1108 a 1110, notas a pie núms. 28 y 29; WILGUS, *ob. cit.*, pp. 216, 225 y 227 a 232; HILDEBRAND, “The Massachusetts Trust”, en 1 *Texas Law Review*, 1923, p. 141, pp. 129, 130 (nota a pie núm. 6) y 132 a 161; ROTH, *ob. cit.*, pp. 95 y 96.

va, en si ha habido una cotitularidad activa de los inversores sobre la actividad de empresa y en si la estructura de gestión adoptada revela un interesamiento en la promoción del fin<sup>(42)</sup>.

Descartado el que haya una promoción de un fin en común por los inversores, y, por consiguiente, sin que existan obligaciones que puedan exigirse recíprocamente ya sea mediante una acción social ya, en su defecto, mediante una *actio pro socio*<sup>(43)</sup>, los derechos de cada inversor se darán en un plano de bilateralidad con respecto a quienes gestionan su interés, y no en un marco asociativo en relación con los demás inversores<sup>(44)</sup>. Lo único que cada inversor persigue es la tenencia de un interés en calidad de beneficiario sobre un patrimonio de inversión, es decir, la adquisición de una participación indivisa en un patrimonio que se conforma con las aportaciones de otros sujetos con los que no comparte ninguna suerte de *affectio societatis*<sup>(45)</sup>; y lo hace mediante el negocio jurídico de suscripción, pagando por la participación el llamado “valor liquidativo” o *net asset value*, valor que resulta de dividir el patrimonio total del fondo de

---

(42) El *leading case* del que se parte para el establecimiento de una línea de interpretación jurisprudencial uniforme es el *Williams v. Inhabitants of Milton*. Este supuesto, estudiado por la Corte Suprema de Massachusetts en el año 1913, es un caso de *investment trust* cuya naturaleza jurídica se corresponde con el modelo denominado *Boston Personal Property Trust* y cuyo documento constitutivo señala expresamente que el instituto creado es un *trust* y no una sociedad, recayendo el poder de decisión sobre la actividad de gestión colectiva de las inversiones en manos exclusivamente de los *trustees*; sobre este caso y sus consecuencias en la jurisprudencia americana, *vid.* WILGUS, *ob. cit.*, pp. 227 a 232; HILDEBRAND, *ob. cit.*, pp. 128 a 132, 136 a 139 y 147 a 153 —*vid.* también, las pp. 153 a 161, que se dedican al análisis de los casos juzgados en Texas—; MAGRUDER, *ob. cit.*, pp. 431 y 434; “Massachusetts trusts”, *ob. cit.*, pp. 1108, 1111 y 1113; ROSENBALM, *ob. cit.*, pp. 472 a 476; ROTH, *ob. cit.*, pp. 92 a 94; FLETCHER, *Cyclopedia of the law of private corporations*, vol. 16A, revisado por BJUR, y SOLHEIM, Deerfield-Nueva York-Rochester, 1995, p. 521.

(43) Desde finales del siglo XIX con el caso “*Smith v. Anderson*” (caso que impulsó, por primera vez, este debate en Inglaterra), se ha negado que entre los inversores haya obligaciones que puedan exigirse mutuamente; sobre el litigio indicado, *vid.* SIN, *ob. cit.*, pp. 131 y 137.

(44) Significando la ausencia de derechos y obligaciones recíprocas, y postulando la existencia de relaciones meramente bilaterales, *vid.* HILDEBRAND, *ob. cit.*, p. 142; EBNER von ESCHENBACH, *Die Rechte des Anteilhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagengesellschaften*, Erlangen, 1959, p. 14; FORD, *ob. cit.*, p. 134; SIN, *ob. cit.*, p. 131; HUDSON, *ob. cit.*, pp. 211 y 212.

(45) *Vid.* también SIN, *ob. cit.*, pp. 146, 147 y 150 (aunque, al contrario de lo que piensa este autor, la ausencia del “*intuitus personae*” y la constante variabilidad de los partícipes no pueden ser concluyentes para determinar la presencia de un vínculo societario; no habría más que reparar en las sociedades de inversión de capital variable). Por lo demás, que las participaciones representan cuotas del patrimonio total de la institución, es decir, que cada partícipe ostenta una cuota indivisa de propiedad sobre los bienes del patrimonio de inversión, *vid.* en de MARCHI, “L’impresa di investimento mobiliare (investment trust)”, en *Rivista di Diritto Commerciale*, 1954, I, p. 446; LOBELL, “The mutual fund:...” *ob. cit.*, p. 186; FORD, *ob. cit.*, pp. 129, 130, 140 y 141; EISENBERG, y PHILLIPS, “Mutual fund litigation — New frontiers for the Investment Company Act”, en 62 *Columbia Law Review*, 1962, p. 75; JARETZKI, “Duties and responsibilities...” *ob. cit.*, p. 777; DOTTI, “Tipi anglo-americani di preminente interesse”, *cit.*, pp. 61 y 62; FARINA, FREEMAN, y WEBSTER, *ob. cit.*, p. 787; HUDSON, *ob. cit.*, pp. 191 y 192.

inversión por el número de participaciones que, de ese fondo, hayan sido previamente suscritas<sup>(46)</sup>.

Lógicamente, la titularidad beneficiaria de una cuota indivisa sobre los activos del patrimonio en *trust* se vincula al hecho de que el fondo de inversión encarna un *trust* consagrado al desarrollo de un fin que, como ya se ha mencionado, presenta el rasgo de permanente. En razón de la naturaleza de ese fin al que se afecta el patrimonio, los inversores no tendrán la posibilidad de ejercitar ninguna clase de acción de división o de rescate directo sobre bienes patrimoniales concretos del *trust*. Reconocerse la supondría otorgarles una facultad dispositiva sobre dichos bienes y, por ende, dejar en sus manos la posibilidad de menoscabar la explotación económica que se persigue con una institución que, concebida con fines de perdurabilidad, debe ser necesariamente indivisible en su función financiera. En definitiva, imposibilitaría el desarrollo de una actividad estable de gestión, toda vez que no podría realizarse ninguna previsión, con lo que la función de la inversión en relación con el resto de los inversores-beneficiarios, que se concreta en el ofrecimiento a todos ellos de un modelo de inversión duradero, no conseguiría ser realizada. Por esta concreta afectación del patrimonio a la inversión colectiva, la regulación de los cambios de inversores se hace imperiosamente por vía jurídico-obligacional en dinero; al ejerciente del rescate se le entrega el valor de su cuota indivisa en numerario<sup>(47)</sup>.

#### 4. La relación jurídica entre los inversores y el *trustee*

Todo *trust* debe contar con la figura de un *trustee* al que se le transmita el *legal estate* sobre unos bienes patrimoniales. De ahí que el *investment trust* no pueda ser concebido como un mero conjunto de relaciones bilaterales entre el gestor y los inversores<sup>(48)</sup>. Los legisladores determinan claramente una estructura plurisubjetiva

---

(46) *Vid.* FORD, *ob. cit.*, p. 150; FARINA, FREEMAN, y WEBSTER, *ob. cit.*, pp. 742 y 743; WANG, *Corporate versus Contractual Mutual Funds: an evolution of structure and governance*, Universidad de Standford, 1994, pp. 9 y 10; y un estudio más detallado sobre el precio de suscripción y rescate en GREENE, “The uniform offering price of mutual fund shares under the Investment Company Act of 1940”, en 37 *University of Detroit Law Journal*, 1959-1960, pp. 369 a 389.

(47) A este respecto, señala MODESITT, “The mutual fund — A corporate anomaly”, en 14 *University of California Los Angeles Review R*, 1967, p. 1256, que las participaciones de un fondo de inversión no son sino derechos reembolsables en dinero.

(48) Como, por el contrario, ha señalado cierta doctrina norteamericana aduciendo que el legislador no obliga a que un fondo de inversión disponga de un consejo de *trustees* (*board of trustees*). Se indica que las normas de la legislación federal dirigidas a tal consejo se contemplarían solamente en el caso en que los fundadores previeran su adopción. Y esta previsión respecto de los fondos de inversión obedecería, en la práctica, a una mera prolongación de las regulaciones estatales sobre las *corporations*, que sí prescriben una estructuración orgánica con un *board of directors*. Por lo tanto, lo recogido en la *Investment Company Act* sobre la intervención de los *trustees* respondería a una voluntad de brindar a los inversores un medio de tutela pero únicamente en el caso en que los fondos de inversión hubieran optado por prever un consejo de *trustees*; *vid.* esta construcción en LOBELL, “Rights and responsibilities in the mutual funds”, en 70 *Yale Law Journal*, pp. 1258 a 1260, 1263 a 1272, y 1277 a 1282 (ID., “The mutual fund:...” *ob. cit.*, pp. 185 a 188, 207 y 211).

(gestor, *trustee* e inversores), y pese a que, en virtud de la relación que el *trustee* estipula con el gestor, el último asuma algunos deberes que en el *trust* genérico corresponderían al primero, hay otras funciones que *ex lege* deben ser desempeñadas, precisamente, por el propio *trustee*. La exclusión del *trustee* de la estructura del fondo de inversión parecería colisionar, pues, con el origen histórico y el fundamento jurídico de este modelo organizativo de gestión de inversiones colectivas<sup>(49)</sup>.

No existen dudas, por contra, sobre la naturaleza de su actuación. Con arreglo a la ordenación de titularidades del *trust*, el *trustee* de un fondo de inversión carecerá de poder jurídico alguno con el que contraer obligaciones en régimen de representación directa respecto de los inversores. Y tampoco en el documento constitutivo podrá contemplarse la posibilidad de que los partícipes impartan instrucciones de gestión al *trustee* en relación con el desempeño de sus funciones respecto del patrimonio de inversión (o, de otro modo, no podrá superponerse una relación de colaboración a la relación de *trust*). Sólo de esta forma se comprende el régimen de responsabilidad patrimonial que prevé la doctrina legal del *trust*, que contrapone el beneficio de la limitación para los inversores a la responsabilidad personal ilimitada para el *trustee*.

Esta responsabilidad del *trustee*, que es uno de los principios rectores del *trust* genuino, no parece constituir, sin embargo, un postulado apodíctico en todos los países que tipifican el *investment trust*. En la práctica norteamericana, de hecho, se aprecia una frecuente exención de tal responsabilidad, aun para los casos en los que el *trustee* haya incurrido en un quebrantamiento de los términos del *trust*. La exoneración, eso sí, solamente suele aceptarse cuando así lo fije una cláusula contractual en la que, además, se recoja de forma expresa que sólo es posible dirigirse contra el patrimonio en *trust* (pese a que el documento constitutivo de un fondo de inversión contenga una cláusula que suprima la responsabilidad personal del *trustee*, si en las relaciones jurídicas que éste concierte con terceros no se especifica ninguna exención, la mayoría de las decisiones jurisprudenciales estiman, con todo, que se trata de una prerrogativa ineficaz)<sup>(50)</sup>.

Ya se ha apuntado que una de las causas de la preferencia del *trust* mercantil sobre la *corporation* ha consistido en las amplias posibilidades de configurar la organización por los constituyentes del *trust*. Como consecuencia, no obstante, de esta elasticidad, se ha producido en la práctica norteamericana una asimilación de los deberes fiduciarios de

---

<sup>(49)</sup> En apoyo de esta construcción pueden verse los arts. 80a-10, 15 y 36 del *US Code*. Y en doctrina, *vid.* EISENBERG, y PHILLIPS, *ob. cit.*, pp. 77 y 78, nota a pie núm. 21; JARETZKI, "Duties and responsibilities..." *ob. cit.*, p. 787; MUNDHEIM, "Some thoughts on the duties and responsibilities of unaffiliated directors of mutual funds", en 115 *University of Pennsylvania Law Review*, 1967, pp. 1062 a 1064; "The mutual fund and its management company: an analysis of business incest", en 71 *Yale Law Journal*, 1961, p. 138; FARINA, FREEMAN, y WEBSTER, *ob. cit.*, pp. 926 y 927; WYMEERSCH, "Some aspects of management fees of mutual funds", en 12 *Buffalo Law Review*, 1967, pp. 748 y 749, nota a pie núm. 7; ROTH, *ob. cit.*, p. 55; WANG, *ob. cit.*, pp. 15 a 20 y 25 a 29.

<sup>(50)</sup> Sobre la responsabilidad el *trustee*, *cfr.* WRIGHTINGTON, *ob. cit.*, pp. 313, 314, 318 a 321; WILGUS, *ob. cit.*, pp. 225 y 226; ROSENBALM, *ob. cit.*, pp. 476 a 478; ROTH, *ob. cit.*, pp. 99 y 100; FLETCHER, *ob. cit.*, pp. 538 y 539; BOGERT, *ob. cit.*, pp. 451 a 456 y 462 a 464.

los *trustees* a los de los consejeros de las *corporations* <sup>(51)</sup>, aduciéndose que, ante una misma actividad de empresa, el modelo de conducta exigible a quienes tienen investida la función gestora debe ser el mismo <sup>(52)</sup>. A la inversa, la doctrina jurisprudencial en materia de gobierno corporativo ha equiparado los deberes fiduciarios de los consejeros a los, por principio, más estrictos de los *trustees*, aunque, por razón del riesgo inherente al desarrollo de una actividad de explotación empresarial, se han flexibilizado los deberes de diligencia.

## 5. La relación jurídica entre los inversores y el gestor

Con la emisión de participaciones del fondo de inversión se da vida a una relación de carácter contractual entre el inversor y el gestor: la solicitud de suscripción constituirá una oferta del inversor, cuya aceptación por parte del gestor se produciría con la emisión <sup>(53)</sup>. Admitido por todos el carácter contractual de la relación, el régimen de responsabilidad del gestor presenta, sin embargo, alguna particularidad, motivada por el contenido funcional de su posición jurídica.

Y es que si bien la *legal ownership* no se transmite al gestor, sí que tiene éste un poder sobre los activos del patrimonio de inversión al decidir las operaciones de gestión que han de llevarse a efecto. Y quien ostente estas competencias, es decir, quien ejerza las funciones que, en origen, habrían de corresponder a un *trustee* <sup>(54)</sup>, parece que debería quedar sujeto a las obligaciones generales de administración de bienes en *trust* y, por tanto, sometido a las responsabilidades previstas en caso de quebranta-

---

<sup>(51)</sup> Sin duda, también, la regulación de la *Investment Company Act* ayuda en este sentido por hacer valer conceptos societarios para los *trusts* (vid., por ejemplo, el número 12 del art. 80a-2 del *US Code*, que quiere englobar tanto a los consejeros de las sociedades de inversión como a los *trustees* de un fondo de inversión —al órgano que conjunta a estos últimos se le denominará *board of trustees*, a pesar de que la norma sólo alude al *board of directors*—). Una postura crítica con la *Investment Company Act*, por juzgar no aptos los conceptos societarios para referirse a los *trusts*, vid. en LOBELL, “Rights and responsibilities...” *cit.*, pp. 1259 y 1277 (ID., “The mutual fund:...” *cit.*, p. 216); ROTH, *ob. cit.*, p. 36; TRIAS SAGNIER, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid, 1998, p. 98.

<sup>(52)</sup> Vid. JARETZKI, “Duties and responsibilities...” *ob. cit.*, p. 778, nota a pie núm. 4, y LEWIS, “Duties of Fund Directors Under State Law”, en AA.VV., *Fund governance: legal duties of investment company directors*, New York, 2001, pp. 3, 16, 20, 29 y 30 del capítulo 2. Esta tendencia de la práctica contraviene la clásica doctrina jurisprudencial norteamericana (véase, por ejemplo, el caso *Gordon Campbell Petroleum Co. v. Gordon Campbell-Kevin Syndicate*, analizado por la Corte Suprema de Montana en el año 1926, y citado por ROTH, *ob. cit.*, p. 100), para la cual son más estrictos los deberes fiduciarios de los *trustees* (para con los beneficiarios) que los que corresponden a los administradores y socios mayoritarios de las *corporations* (para con la sociedad).

<sup>(53)</sup> Señalando el rasgo contractual de la relación, *cf.* LOBELL, “Rights and responsibilities...” *ob. cit.*, pp. 1263 a 1265 (ID., “The mutual fund:...” *ob. cit.*, p. 185), y WANG, *ob. cit.*, pp. 15 a 20 y 25 a 29.

<sup>(54)</sup> Con la gran discrecionalidad, además, de la que goza, por virtud de su posición jurídica, para el desarrollo de su tarea de gestión; resaltando esa discrecionalidad, *cf.* JARETZKI, “Duties and responsibilities...” *ob. cit.*, p. 780; FARINA, FREEMAN, y WEBSTER, *ob. cit.*, pp. 881 y 882; R.G.C., *ob. cit.*, p. 142; THIEL, *ob. cit.*, p. 34; KIRSCH, *ob. cit.*, p. 5 del capítulo 1; “The mutual fund and its management company: ...” *ob. cit.*, p. 137.

miento de los términos del *trust*. El poder o posición de control que, respecto de los activos que integran el patrimonio de inversión, contrae el gestor supondría, desde la lógica del *trust* anglosajón, una forma de titularidad jurídico-real. Habiendo, pues, una equiparación en ese aspecto, la doctrina entiende que tiene que procederse a una extensión analógica tanto de las normas de conducta como del régimen de responsabilidad del *trustee*<sup>(55)</sup>.

Es menester subrayar que concretamente en los EE.UU. no se ha producido ningún debate doctrinal sobre la responsabilidad de los gestores. Para el caso en el que el gestor sea un *officer*, esto es, un miembro del consejo de *trustees* al que se le encomienda el desempeño de la función de gestión, se le atribuye siempre la condición de *trustee*, y por eso regirá la normativa general de la delegación de funciones en *co-trustees* por la que se imputa la responsabilidad última al órgano delegante (el consejo de *trustees*). Y tampoco se cuestiona la responsabilidad del gestor externo, por cuanto las leyes equiparan su responsabilidad a la del gestor interno. Para ambos supuestos se establece la responsabilidad última del consejo en los términos señalados<sup>(56)</sup>.

#### IV. CONCLUSIÓN

1. En el Derecho angloamericano, sobre la base de la divisibilidad cuantitativa del concepto de propiedad, el *trust* permite canalizar la gestión de ahorros colectivos mediante un desgajamiento de titularidades sobre un patrimonio entre quienes lo custodian y administran en sentido amplio (titulares formales) y los beneficiarios de dicha custodia y administración (titulares materiales). Los fondos de inversión, con motivo de la racionalización funcional que exige una actividad de riesgo como la gestión financiera de ahorros colectivos, se estructuran conforme a un modelo dual de organización administrativa con gestor y *trustee* vinculados por un negocio de cooperación en el que se determina el contenido funcional de cada uno: principalmente, el gestor decide las operaciones de gestión, mientras que el *trustee* ejecuta las decisiones de gestión adoptadas por el gestor, custodia los activos patrimoniales dados en *trust* y, en conexión con ello, controla la legalidad de la actuación del gestor. Los inversores, por

(55) De ahí que, además de obligaciones contractuales, el gestor también asuma deberes propios de un *trustee* en relación con la gestión en *trust* de los bienes patrimoniales del fondo. Ésta es la construcción de HUDSON, *ob. cit.*, pp. 201, 204, 207, 208, 210, 242 y 243, que esgrime el redactado del art. 253 de la *Financial Services and Markets Act*, donde el gestor queda disciplinado por los principios que rigen en las obligaciones fiduciarias del *trustee* (SIN, *ob. cit.*, pp. 81, 82 y 170 a 173 y 227 y 228, por su parte, sólo estima aplicable el régimen de la diligencia exigible al *trustee*). En la doctrina norteamericana, por otro lado, sobre la extensión por la *Investment Company Act* de los preceptos propios de los *trusts* a la relación del gestor con los inversores, *vid.* GREENE, “Fiduciary standards of conduct under the Investment Company Act of 1940”, en 28 *George Washington Law Review*, 1959, pp. 266 a 272, y WYMEERSCH, *ob. cit.*, pp. 756 a 764.

(56) *Vid.* JARETZKI, “Duties and responsibilities...” *ob. cit.*, pp. 779, 783 a 785; LOBELL, “The mutual fund...” *ob. cit.*, p. 188; FRIEND, BROWN, HERMAN, y VICKERS, *ob. cit.*, pp. 49 a 51; EISENBERG, y PHILLIPS, *ob. cit.*, p. 76; KIRSCH, *ob. cit.*, pp. 5 y 8 del capítulo 1; LEWIS, *ob. cit.*, p. 26 del capítulo 2; ROTH, *ob. cit.*, pp. 50 y 98; THIEL, *ob. cit.*, p. 33.

su parte, se constituirán en meros interesados en las funciones desempeñadas por gestor y *trustee* en su favor; con la lógica del derecho de propiedad anglosajón, serán sencillamente “titulares económicos” del patrimonio en *trust*.

2. En el marco de la especial estructura fiduciaria que proporciona el *trust*, las aportaciones de los inversores tendrán por exclusivo objeto la adquisición de una participación en el patrimonio de inversión que se conforma. En ningún caso se pretende la constitución de ninguna clase de entidad corporativa para la articulación y vertebración del conjunto de los inversores, ni siquiera por el hecho de prescribirse *ex lege* asambleas con el objeto de recoger su aprobación para decidir sobre materias relativas a la configuración jurídica del fondo de inversión; precisamente por ello, por el hecho de que los inversores solamente intervienen en las cuestiones jurídico-constitucionales del fondo, correspondiendo siempre el desarrollo de la actividad empresarial a quienes compete la administración y gestión del patrimonio. Esta inhibición de los inversores comportará un cuadro de responsabilidades bien diferenciadas: la limitación de la responsabilidad patrimonial del inversor al valor de lo aportado en concepto de inversión, frente a la responsabilidad personal ilimitada de quien asume la titularidad de la actividad empresarial.

3. Conforme a la estructura de un *trust* con una doble composición subjetiva en la administración *grosso modo* del fondo de inversión, la participación del inversor se definirá desde dos planos:

a) Desde el jurídico patrimonial, desde el que determina su posición jurídica respecto del patrimonio en *trust* y de quien asume la titularidad en *trust* de dicho patrimonio (*trustee*), conferirá no la titularidad sobre activos específicos del fondo, sino la titularidad material o beneficiaria sobre una cuota indivisa en él; indivisión que garantizará la funcionalidad económica de la institución, al no reconocerse a los inversores ninguna suerte de facultad dispositiva sobre los bienes afectados a la inversión. Pero, además, la participación contemplará un especial derecho de los inversores en razón de su titularidad del interés beneficiario sobre los bienes en *trust*. Se trata de la posibilidad ya mencionada de poder participar conjuntamente en los temas de carácter jurídico-constitucional del fondo de inversión, y que carece de paralelo en el Derecho europeo-continental.

b) Por su parte, desde la perspectiva meramente contractual, la que lo vincula con quien asume la dirección de la gestión (el gestor), la participación atribuirá derechos que, lógicamente, podrán exigirse mediante los mecanismos generales de protección de los derechos de crédito (por ejemplo, el derecho a obtener el reembolso o a la percepción de beneficios en proporción a su participación). No obstante, sin perjuicio del carácter contractual que reviste la relación con el gestor, la asunción por éste de un específico poder sobre los activos del patrimonio en *trust* (en tanto que decide sin injerencias externas las operaciones de gestión) le instala en una posición jurídica para la que regirán los mismos principios sobre responsabilidad del *trustee* por infracción de sus obligaciones; lo que se traduce en una mayor garantía de tutela para la participación del inversor.

# EL FIDEICOMISO COMO ACTIVIDAD PROPIA DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN MÉXICO

PEDRO LÓPEZ-ELÍAS

*Profesor de la Universidad Anáhuac de México*

## RESUMEN

*Aunque existen diversos conceptos de la figura jurídica del Fideicomiso, se puede definir como un contrato mediante el cual una persona física o jurídica transfiere la propiedad sobre parte de sus bienes a una institución fiduciaria para que con ellos se realice un fin lícito, que la propia persona señala en el contrato respectivo.*

*A finales del siglo XIX, en México ya se había utilizado una variedad del "trust", y actualmente el Fideicomiso se considera una figura tradicional del sistema jurídico mexicano. En los Fideicomisos podemos encontrar como sujetos, al fideicomitente, quien es la persona física o jurídica que mediante una manifestación expresa de su voluntad, afecta la propiedad o titularidad de ciertos bienes o derechos al fiduciario para constituir el Fideicomiso, a fin de que éste realice los fines para los que se constituye el Fideicomiso. Tan sólo pueden ser fiduciarias aquellas personas que hayan sido autorizadas para ello; asimismo puede haber varias instituciones fiduciarias como fiduciarios en un mismo Fideicomiso, aunque no es posible mantener un Fideicomiso sin ningún fiduciario. Por último, se encuentra el fideicomisario, persona física o jurídica que recibe los beneficios del Fideicomiso, sujetos a los propios términos del contrato celebrado; se requiere que éste tenga la capacidad necesaria para recibir dichos beneficios.*

**Palabras clave:** *Fideicomiso, instituciones financieras, transmisión de la propiedad, México.*

## ABSTRACT

*Even though there are several definitions for the legal concept of Trust, it can be defined as an agreement through which a natural person or corporation conveys property to a trustee institution for a legal purpose described by the interested party therein the corresponding agreement.*

*By the end of the 19th century, in Mexico a variety of trust had already been used. Nowadays the Trust is considered a traditional concept within the Mexican legal system. In a Trust we may find the settlor (also called trustor or donor), i.e. the natural person or corporation that, through its own express will, affects the title of some property or rights to the trustee in order to create a Trust, so that the last carries it out for the purposes it is created for. Only those entitled for such purpose may be trustees; likewise there may be several trustee institutions as trustees in a same Trust, although it may not be possible to create a Trust without a trustee. Finally, there is the cestui que trust, natural person or corporation beneficiary of the Trust, subject to the terms of the agreement; this last is required to have legal capacity to receive such benefits.*

**Key words:** *Trust, financial institutions, conveyance of ownership, Mexico.*

## SUMARIO

### I. ANTECEDENTES.

1. **Su origen en el Derecho romano.**
2. **Devenir en el Derecho anglosajón.**
3. **Evolución en el Derecho mexicano.**
4. **Irradiación universal de la figura.**

### II. ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO.

#### 1. Concepto.

- A) Legal.
- B) Doctrinal.
- C) Jurisprudencial.
- D) Formalidad.

#### 2. Sujetos.

- A) El Fideicomitente.
- B) El Fiduciario.
- C) El Fideicomisario.

#### 3. Objeto o fin.

#### 4. El Patrimonio.

#### 5. Prohibición y extinción.

---

### I. ANTECEDENTES

#### 1. Su origen en el Derecho romano

Se estima que la idea del testador a dejar su voluntad muy firme, sobre los bienes que transmite a sus herederos, más allá de su muerte y el deseo de eludir las numerosas incapacidades, que para heredar por testamento imponían las leyes romanas, son las causas principales que dieron origen al *fideicommissum* en el derecho romano.

En efecto, los romanos emplearon las expresiones *hereditas* y *legatum*, para designar las 2 especies de sucesiones por causa de muerte; no obstante ello, también se emplearon otros términos que, bajo el nombre de *bonorum possessio*, formó durante

largo tiempo, una especie particular de sucesión universal que acabó con fundirse con la *hereditas*. Encontramos después el *fideicomiso*, modo de sucesión por causa de muerte que, todavía en el derecho de Justiniano, se aplica tanto a la *successio per universitatem* como a la *in singular res*. Los fideicomisos acabaron, igualmente, por fundirse con los modos originarios designados por las palabras *hereditas* y *legatum* <sup>(1)</sup>.

Conforme a la naturaleza civil de la sucesión por causa de muerte, los legados estaban sometidos a reglas de gran severidad, ya que los legados sólo podían ser dejados en testamento y a personas que tengan la *testamenti factio*; asimismo, solamente podrán ser impuestos a una persona instituida heredera, y habían de ser ordenados en lengua latina y bajo forma de orden *verbis directis vel imperativitis*. Incluso los legados no son válidos si son escritos en griego, en cambio los fideicomisos sí lo son <sup>(2)</sup>. El ciudadano que quería favorecer a una persona que carecía de la *testamenti factio* o que se encontraba momentáneamente en una situación que no le permitía observar las formalidades que acabo de señalar, no tenía ningún medio legal, para hacer eficazmente la menor liberalidad por causa de muerte: estaba reducido a manifestar sus intenciones, de cualquier modo y a abandonar la ejecución de sus disposiciones a la buena fe de su heredero, *heredi fei committere*.

Entonces, debemos entender el fideicomiso en el derecho romano como, un simple ruego o encargo a una persona de confianza, para que lo ejecute después de la muerte del testador. La seguridad de que lo solicitado se cumplirá, se basa en la buena fe y lealtad de la persona encomendada para su realización. De ahí que tal pedido reciba el nombre de *fideicomissum*; el destinatario del beneficio se denomina *fideicomissarius* y el obligado *fiduciarius* <sup>(3)</sup>.

Los fideicomisos no estaban, al principio, sujetos a formalidad alguna, pudiendo ser hechos en testamento o de otro modo, aun por un simple gesto, no exigían la forma imperativa de los legados; podían ser impuestos a cualquier persona que recibía, por causa de muerte, una liberalidad del difunto, al heredero testamentario, a un legatario, a un fideicomisario y hasta a un heredero *ab intestato*; por fin pueden ser dejados, válidamente, a personas que carecían de *testamenti factio* o que eran incapaces de recibir por causa de muerte.

Fueron tantos los fideicomisos de esta naturaleza, que se dieron en la época de la República que, Claudio instituyó dos pretores, para juzgar las cuestiones concernientes a este género de liberalidades, llamados *praetores fideicommissarii*, asimismo se les atribuyó jurisdicción, en este mismo sentido, a los gobernadores de las provincias.

---

(1) MAYNZ, C., *Curso de Derecho Romano*, trad. Antonio José Pou, Barcelona, Jaime Molinas Editor, 1888, tomo III, página 212.

(2) Gayo, *Institutas*, (II, 281), edición a cargo de Alfredo di Petro, 3.<sup>a</sup> edición, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1987, p. 380.

(3) PONSSA DE LA VEGA, N., *El Derecho de las Sucesiones en Roma*, Buenos Aires, Lerner Editores, 1981, p. 70.

Ahora bien, por otro lado, existió en Roma, una figura que no tenía nada que ver con el fideicomiso, que es la *fiducia*, pero que, desde mi punto de vista, sirvió años después, para que en la práctica mercantil mexicana, el fideicomiso se ampliara a una serie de bienes en el patrimonio y, sobre todo, a diversos fines y a la identificación del fiduciario, como si ello fuera parte de la misma figura.

En efecto, la palabra *fiducia*, proviene de la misma raíz latina de la palabra *fiduciarius*, que es *fides* (*fidei*), que significa fe, fidelidad, lealtad, veracidad, promesa, confianza, seguridad; entonces *fiducia* es confianza, esperanza cierta, seguridad y *fiduciarius* (que era la persona quien atendía el fideicomiso), significa dado en confianza<sup>(4)</sup>.

La figura de *fiducia*, era en Roma un negocio jurídico cuyo cumplimiento quedaba basado en la buena fe o lealtad de una de las partes, la cual generalmente se compromete a realizar, a favor de una tercera persona, la entrega de una cosa o la ejecución de una obligación.

En el derecho de finales de la República y del Principado, constituye un contrato real de buena fe, creador de un derecho real de garantía, realizado por medio de una *mancipatio* o *in iure cessio* de la cosa dada en garantía por el deudor, con la obligación por parte del adquirente de volver a transferir la propiedad de la cosa al enajenante cuando la deuda sea satisfecha o determinadas circunstancias sean dadas, obligación que se contrae después de una estipulación. Esta figura desapareció en el derecho justinianeo.

La *fiducia*, tenía dos modalidades: la *fiducia cum amico* y la *fiducia cum creditore*. La primera era un contrato de *fiducia*, celebrado con un amigo o persona, en quien se deposita plena confianza, a fin de que la propiedad de una cosa que se le transfiere, sea transmitida en la fecha señalada, a un tercero, al primer requerimiento o al llegar un día determinado.

En cambio, la *fiducia cum creditore* es un contrato concluido por el deudor con su acreedor, en cuya virtud le transfiere la propiedad de la cosa dada en garantía del cumplimiento de la obligación contraída. A este contrato, se unía la estipulación, por parte del acreedor, que se compromete a retransmitir la propiedad de la cosa que recibe cuando la deuda que garantiza le haya sido satisfecha; ello implicaba que la responsabilidad fuera muy diferente, en los contratos de *fiducia cum creditore* y en los contratos de depósito<sup>(5)</sup>.

Por último, diremos que en la *fiducia cum creditore* existía, entre otros, el *pactum fiduciae*, el cual determina la duración temporal de la garantía fiduciaria, en el caso de *fiducia cum creditore*, y además otorga la facultad de vender (*vendere licere*) al acreedor fiduciario, si el deudor no pagaba la deuda. El *pactum* no engendra un vínculo

---

(4) SALVÁ, V., *Diccionario Latino-Español*, París, Librería de Garnier Hermanos, 1873, p. 341.

(5) MONTOYA GÓMEZ, M., *De las Obligaciones en el Derecho Romano*, Bogotá, Temis, 1993, p. 99.

jurídico de carácter contractual, sino una vinculación de fidelidad a lo pactado, de acuerdo con el alcance especialmente amistoso y de confianza de la *mancipatio fidei- ciae causa*. Así pues, el fiduciario incorporaba, bajo su *potestas dominical*, una cosa que se le confiaba (*res fidei- ciae data*) para el cumplimiento de una función de garantía previamente convenida, con dicho fiduciario dentro del marco de la *fides* mediante *pactum*<sup>(6)</sup>.

Así pues, desde nuestro punto de vista, este es el origen del fideicomiso de garantía en el derecho romano, circunstancia que se adapta, en buena medida, a lo que hoy es el fideicomiso de garantía en el derecho mexicano y que ha venido evolucionando, como veremos a continuación.

## 2. Devenir en el Derecho anglosajón

En el Derecho anglosajón, el fideicomiso es conocido como *trust*. Esta figura tiene como antecedente otra figura jurídica conocida como *usus*. El *trust* en la actualidad, se utiliza en operaciones de bienes raíces, como en el caso de urbanizaciones, edificios para oficinas, departamentos en copropiedad, así también sirve como contrato accesorio de garantía, en la cesión de bienes a favor de acreedores y en la emisión de obligaciones realizadas por empresas.

El *trust* moderno se desarrolló en el antiguo *use* o *usus*, que consistía en la transmisión de tierras realizada por acto entre vivos o por testamento a favor de un prestatario, quien las poseería en provecho del beneficiario o *cestui que use*.

Existen varias hipótesis sobre el origen del *trust* en Inglaterra. Básicamente se tienen dos ideas sobre el surgimiento: una derivación del Derecho romano y un devenir del Derecho germánico. En cuanto a su origen romano, se piensa que la figura se adapta muy bien del *fidei commissio*. En relación al derecho germánico, algunos autores, piensan que el precursor de la figura es el *treuhand* o *salman*, primitivo albacea a quien se transmitían bienes inmuebles en vida del dueño, para que a su muerte cumplieran los fines previstos.

El *trust* surgió probablemente en el siglo XIII, cuando la Corona empezó a ver con recelo determinadas órdenes religiosas que iban acumulando tierras, privando de tal suerte al Soberano de los beneficios que percibía de los señores feudales. Cuando estas órdenes religiosas temieron la posibilidad de una confiscación, idearon la venta de sus fincas a la clase terrateniente que las adquirió para su *use*, llamándose a este procedimiento *putting the land to uses*. Los señores feudales fueron, de esta manera, los legítimos propietarios (*legal owners*) mientras que las órdenes religiosas pasaron a ser

---

(6) FUENTESECA, P., "líneas generales de la *fiducia cum creditore*", en *Derecho Romano de obligaciones*, Homenaje al Profesor José Luis Murga Gener, Madrid, Centro de Estudios Ramón Areces, 1994, p. 394.

los *beneficiaries* es decir, los que tenían derecho a usar y ocupar las tierras. Este es el origen de los *trusts*<sup>(7)</sup>.

Ahora bien, como desde un principio, como hemos visto, se empleó el *use*, como un medio para evadir cargas, entonces, desde esas mismas épocas remotas, se hicieron esfuerzos para establecer leyes especiales, tendientes a equiparar la posesión jurídica del beneficiario con la del propietario de pleno derecho, a fin de acreditarle algunas obligaciones inherentes al derecho de propiedad. En ese sentido, el Parlamento inglés aprobó, en la época del Rey Enrique VIII, el *Statute of Uses* del año 1534, disponiendo que quien gozara del *use* entonces sería considerado como propietario de pleno derecho<sup>(8)</sup>.

Pero, el *trust* anglosajón actual, no tiende a evitar ley alguna. Mediante una constante jurisprudencia, se ha ido formando en Inglaterra y Estados Unidos, un sistema racional y suficiente de derecho aplicable a los *trust*. Baste citar, en el caso de Estados Unidos, la emisión de la *Uniform Trust Act*, de la *Uniform Supervisión of Trastees for Charitable Purpose Act* y del *Uniform Probate Code*<sup>(9)</sup>.

Los *trusts* pueden ser creados por declaración expresa de las personas o por presunción legal del derecho-equidad. Pueden, asimismo, constituirse mediante dos segregaciones del dominio pleno: ya sea traspasando el título legal a determinada persona, condicionando al *trust* a favor del otorgante o de un tercero, o sin ningún traspaso, separando el llamado “patrimonio equitativo”, fundado en el derecho-equidad, del “dominio legal”, fundado en el Derecho común, y convirtiéndose el primitivo propietario de pleno derecho, es decir, aquel a quien originalmente están fusionadas las dos categorías de dominio, en el *trustee* o fiduciario del propio bien a favor del *beneficiary* designado por él mismo.

Puesto que los bienes constituidos en *trust* son, conforme a la ley, propiedad del fiduciario, quien tiene la facultad de disponer de ellos, tales bienes quedan sujetos, mientras estén en su poder, a todas las consecuencias jurídicas que se derivan del título de propiedad, y pasan a terceros por traslación de dominio otorgada por el fiduciario, o a sus herederos, después de su muerte, por sucesión testada o intestada<sup>(10)</sup>.

El acto jurídico con el que mejor semejanza aparente guarda el *trust* es el contrato de mandato. En virtud de que estas dos figuras jurídicas, se encomiendan tanto a los fiduciarios como a los mandatarios, los intereses personales y patrimoniales de otras personas, para que los conserven, administren o transmitan a terceros, en beneficio y provecho de a quienes pertenecen. Los fiduciarios y mandatarios, manejan intereses

---

(7) RUBINSTEIN, R., *Iniciación al Derecho Inglés*, Trad. Enrique Jardí, Barcelona, Bosch, 1956, p. 291.

(8) BAKER, J.H., *An Introduction to English Legal History*, 2.<sup>a</sup> ed., London, Butterworths, 1979, p. 217.

(9) MENNELL, R., *Wills and Trusts*, St. Paul, Minn., West Publishing, 1994, p. 334.

(10) PENNER, J.E., *The Law of Trusts*, 5.<sup>a</sup> edition, Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 203.

ajenos que se les confían y ejercen facultades jurídicas por cuenta siempre de otras personas, gratuitamente o porque del desempeño de la función, derivan un beneficio propio. En los dos casos, derivan de derechos de representación de los terceros que les estén encomendando<sup>(11)</sup>.

En el Derecho angloamericano, el *trust* se utiliza asimismo, como garantía real en las transacciones comerciales. Es, por ejemplo, frecuente que el comprador-deudor transfiera la propiedad de un determinado bien a un *trustee* que, en caso de impago o incumplimiento de alguna de las condiciones fijadas contractualmente, debe enajenar dicho bien y transferir determinadas cantidades al vendedor-acreedor y, en su caso, el remanente al constituyente. La flexibilidad del *trust* permite, asimismo, que los bienes objeto de *trust* sean poseídos e incluso explotados económicamente en el *interim* por el acreedor, el deudor o por terceros, según se haya estipulado y conste en el instrumento del *trust*. El uso del *trust* como garantía real se asemeja a la *fiducia cum creditore*, que es una figura perfectamente válida en el ordenamiento español<sup>(12)</sup>.

### 3. Evolución en el Derecho mexicano

A fines del siglo XIX, ya se había utilizado en México, una variedad del *trust*, de importancia reconocida en el desarrollo económico de los Estados Unidos, o sea, como instrumento de garantía en emisiones de bonos destinadas a financiar la construcción de ferrocarriles. El entonces vigente Código Civil de 1884 y la Ley sobre Ferrocarriles de 29 de abril de 1899, permitieron que el *trust deed*, aun y cuando era otorgado en el extranjero, pudiera surtir efectos jurídicos conforme a las leyes mexicanas. Se consideraba que esta variedad de *trust* descompuesto en varios de sus elementos, correspondía a los contratos de préstamo, mandato e hipoteca<sup>(13)</sup>.

Con fecha 21 de noviembre de 1905, el entonces secretario de Hacienda, el señor José Ives Limantour, envió a la Cámara de Diputados del Congreso de la Unión, una “Iniciativa que faculta al Ejecutivo para que expida la Ley por cuya virtud puedan constituirse en la República Instituciones Comerciales encargadas de desempeñar las funciones de agentes fideicomisarios”. Esta Iniciativa, jamás llegó a discutirse en la Cámara de Diputados.

El 16 de enero de 1925, se publicó en el Diario Oficial de la Federación, la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios. Entre las instituciones objeto de la Ley, quedaban comprendidos los bancos de fideicomiso (art. 6, fracción VII), a los cuales se les sometía a un régimen de concesión.

Las funciones de los bancos de fideicomiso, consistían en servir a los intereses del público en varias formas y principalmente administrando los capitales que se les

---

(11) RABASA, O., *El Derecho Angloamericano*, México, Porrúa, 1982, p. 296.

(12) GONZÁLEZ BEILFUSS, C., *El Trust. La Institución Angloamericana y el Derecho Internacional Privado Español*, Barcelona, Bosch, 1997, p. 54.

(13) BATIZA, R., *El Fideicomiso. Teoría y Práctica*, México, Jus, 1995, p. 102.

confiaban e interviniendo con la representación de los suscriptores o tenedores de bonos hipotecarios, al ser emitidos éstos durante el tiempo de su vigencia (art. 73). La ley señalaba que los bancos de fideicomiso, se registrarían por ley especial que había de expedirse (art. 74).

El 17 de julio de 1926, se expidió la Ley de Bancos de Fideicomiso. El objeto principal y propio de esta clase de bancos, era la celebración de las operaciones, por cuenta ajena a favor de terceros autorizados por la ley, cuya ejecución se confiaba a la honradez y buena fe de dichos bancos.

El fideicomiso, era definido por la ley, como “un mandato irrevocable en virtud del cual se entregan al banco, con carácter de fiduciario, determinados bienes para que disponga de ellos o de sus productos, según la voluntad del que los entrega llamado fideicomitente, a beneficio de un tercero, llamado fideicomisario o beneficiario” (art. 6).

En esta ley se manifestaba que, el fideicomiso solamente podía celebrarse para un fin lícito (art. 7) y que los bienes entregados para la ejecución del fideicomiso se considerarían salidos del patrimonio del fideicomitente en cuanto fuera necesario para la misma, o por lo menos gravados a favor del fideicomisario, declarándose inembargables (art. 12).

La citada ley, facultaba a los bancos de fideicomiso, para que cumplieran una serie de actividades, dentro de las cuales estaba la de “intervenir en la emisión de bonos al portador con garantía hipotecaria o sin ella, otorgando en unión de la parte emisora la correspondiente escritura de emisión y de garantía, así como los títulos mismos, a fin de acreditar su legitimidad, con la obligación de entregar al emisor los fondos pagados por los suscriptores o adquirentes” (art. 22, II).

Asimismo, los citados bancos, estaban facultados para “tener y cuidar a nombre del acreedor, cosas o valores dados en prenda” (artículo 23, fracción XV).

La Ley de Bancos de Fideicomiso fue abrogada por la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, expedida el 29 de noviembre de 1926, que se limitó a incorporar, como parte de su texto, el articulado íntegro de aquélla. A decir de Rodolfo BATIZA, con esta Ley, se constituyeron los primeros fideicomisos de garantía en México, en el año de 1931<sup>(14)</sup>.

El 27 de junio de 1932, se publica en el Diario Oficial de la Federación, la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, disposición que se encuentra vigente a la fecha y que es el ordenamiento que regula el fideicomiso de garantía.

Este ordenamiento ha tenido importantes reformas, especialmente por lo que se refiere al fideicomiso de garantía, la primera modificación, se dio el 26 de mayo de 2000, para incorporarlo como tal a la normatividad y la segunda es la reforma reciente de 2003, la cual intentó corregir los errores que tuvo la de 2000.

Desde 1932, ha existido en México una decidida opción por la creación de fideicomisos, de todo tipo, de administración, de inversión, testamentario, de garantía,

---

(14) *Op. cit.*, p. 116.

públicos, privados; simplemente a modo de ejemplo, sirva señalar que en el año de 1982, según publicación en Diario Oficial de la Federación de 18 de marzo, existían en México 206 Fideicomisos públicos, creados como órganos de la administración pública federal.

#### 4. Irradiación universal de la figura

A decir de Stempel<sup>(15)</sup>, muchísimos países de abolengo jurídico romano, adoptaron en mayor o menor escala, a mediados del siglo xx, los principios de la institución anglosajona denominada *trust*. Algunos de ellos, cambiando la denominación a fideicomiso, sobre todo los países latinoamericanos y otros, conservando la denominación de *trust*, como en Asia.

Dentro de esos países, que primero adoptaron la figura en esa época, además de México, se encuentran Panamá, Puerto Rico, Colombia, Ecuador, Chile, Perú, Bolivia, El Salvador, Costa Rica, Argentina, Brasil, el Estado de Lousiana, en Estados Unidos, la Provincia de Québec, en Canadá y también Filipinas y Japón.

En su momento, Panamá lo hizo, mediante Ley núm. 9 del 6 de enero de 1925, que con motivo de una renovación global de leyes, fue reexpedida por la Asamblea Legislativa de 1941, bajo la denominación de Ley núm. 17 del 20 de febrero de 1941.

Puerto Rico reprodujo el 23 de abril de 1928, con ligeras modificaciones, los términos de la ley Panameña de 1925.

El Salvador, mediante Decreto 197, adoptó en noviembre de 1939 una avanzada Ley de Fideicomisos<sup>(16)</sup>.

El Estado de Louisiana adoptó en 1938 una Ley completa y especial sobre la materia, denominada *Trust Estates Act*, tomando como inspiración para su redacción el *Restatement of the Law* que codificó los principios y preceptos del derecho de los *trusts*.

La Provincia de Québec destinó el capítulo IV de su Código Civil a tratar “De la Fiducia”, legislando sobre el *trust*. Asimismo, Filipinas, en su Código Civil, en el título V, se refiere a los Fideicomisos expresos e implícitos.

Japón, adoptó, con facilidad una Ley (1922) que regula la institución del fideicomiso, en general, y otra en 1924, que corresponde únicamente a los fideicomisos comerciales.

---

(15) STEMPEL, A., *Trust y Fideicomiso*, Caracas, Universidad Central de Venezuela, 1955, p. 60.

(16) Para una visión de América Latina, véase RODRÍGUEZ AZUERO, S., “El Fideicomiso mercantil en América Latina”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 102, año XXV, abril-junio 2006.

Por otro lado, en La Haya, a instancia de diversos países europeos, se adoptó el Convenio sobre la Ley Aplicable al *Trust* y a su Reconocimiento, el 1 de julio de 1985, la cual ha sido adoptada por muchos países, entre ellos Luxemburgo<sup>(17)</sup>.

Por cuanto a España, el Derecho positivo español no conoce el concepto de *trust*, como en la mayoría de los países adscritos al sistema de Derecho románico. Por su parte, los tribunales han guardado un complementario silencio respecto de esta figura, aunque sí existe una decidida jurisprudencia a favor del negocio fiduciario (no siempre acompañada por la doctrina), que permite explicar el fenómeno de la transmisión de la propiedad al fiduciario y su eficacia frente a terceros, todo ello, como paso previo, quizás, a una eventual recepción del *trust*<sup>(18)</sup>.

No obstante ello, ha habido en la práctica, en España, algunos intentos de establecer en los Bancos, los departamentos fiduciarios, que podrían venir a dar mayor auge a la banca española, sin éxito alguno, a pesar de que pueden funcionar adecuadamente los negocios fiduciarios, con el inconveniente de que aún no existe ninguna disposición legal acerca del negocio fiduciario<sup>(19)</sup>.

## II. ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO

### 1. Concepto

Diversos autores, en nuestro país, se han referido al concepto de fideicomiso, no es nuestra intención generar un tratado sobre el fideicomiso, sino únicamente hacer una referencia genérica a sus elementos, ya que el propósito es destacar el fideicomiso como una figura tradicional, en nuestro sistema jurídico.

#### A) Legal

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (LGTOC), señala que a través del fideicomiso, *el fideicomitente transmite* a una institución fiduciaria *la propiedad o la titularidad de uno o más bienes o derechos*, según sea el caso, para ser destinados a fines lícitos y determinados, encomendando la realización de dichos fines a la propia institución fiduciaria (artículo 381).

De este concepto es de destacar que, en primera instancia, la (i) *transmisión* que lleva a cabo el fideicomitente a la fiduciaria. Pero, ¿qué es lo que transmite el fideico-

---

(17) PRÜM, A. et WITZ, C., *Trust & Fiducie. La Convention de La Haye et la nouvelle législation Luxembourgeoise*, París, Montchrestien, 2005.

(18) DE ARESPOCHAGA, J., *El Trust, La Fiducia y Figuras Afines*, Madrid, Marcial Pons, 2000, p. 126.

(19) GARRÍGUES DÍAZ-CANABATE, J., *Negocios Fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Madrid, Civitas, 1981, p. 57.

mitente? Sustancialmente transmite la *propiedad* o la *titularidad* sobre los bienes o derechos que tenga o de la cual sea dueño el fideicomitente. Por lo tanto, si existe transmisión, entonces, la propiedad o los bienes o derechos, de los cuales era titular una persona (fideicomitente) se transmite y en consecuencia, ya no puede disponer de ellos.

Anteriormente, decía la LGTOC que se trataba de una afectación patrimonial, lo que daba lugar a confusiones, ello derivó en una reforma al propio ordenamiento, para quedar en la forma señalada; no obstante, la noción de *afectación patrimonial*, también tenía como efecto jurídico que, el fideicomitente no pudiera disponer de los bienes “afectos” al fideicomiso.

Por otro lado, también resalta el (ii) *destino* de esos bienes o derechos a fines lícitos y determinados. El destino o fin, será la encomienda que deberá cumplir la fiduciaria.

Por último, se precisa la (iii) *encomienda*, a cargo de la fiduciaria, para realizar dichos fines, de la manera en que fueron establecidos.

## B) Doctrinal

Algunos autores como DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ<sup>(20)</sup>, dicen que al fideicomiso, considerado en su naturaleza jurídica, se le puede ver y analizar desde distintos puntos de vista, como: (i) fideicomiso-mandato; (ii) fideicomiso como patrimonio sin titular; (iii) fideicomiso como desdoblamiento del derecho de propiedad; (iv) fideicomiso como una transmisión de derechos de la que es titular el fiduciario; (v) fideicomiso como operación bancaria; (vi) fideicomiso-institución; (vii) fideicomiso como negocio fiduciario y (viii) el fideicomiso como negocio indirecto.

El propio autor nos señala su concepto de fideicomiso, diciendo que “es un negocio jurídico que se constituye mediante la manifestación unilateral de voluntad de un sujeto llamado fideicomitente, por virtud de la cual, éste destina ciertos bienes o derechos a un fin lícito y determinado y la ejecución de los actos que tiendan al logro de ese fin, deberá realizarse por la institución fiduciaria que se hubiere obligado contractualmente a ello”.

No obstante lo señalado por los diversos autores y el análisis que, desde diferentes perspectivas se realizan, estimo que el fideicomiso, independientemente de su tipología, es un acto jurídico, que se asemeja más a los contratos, y específicamente a los contratos mercantiles, en virtud de que una de las partes es el fiduciario, quien por lo general, es un comerciante, ya sea que actúe a través de un banco, una casa de bolsa o cualquier otra institución financiera o especializada.

Adicionalmente, debemos tener en consideración que existen fideicomisos públicos, no solamente porque el fiduciario sea una institución financiera pública, sino porque parte o la totalidad del patrimonio fideicomitado, son recursos públicos.

---

(20) DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.A., *El Fideicomiso. Negocio jurídico: régimen fiscal inmobiliario; instrumento de la inversión extranjera*, 4.<sup>a</sup> edición, México, Porrúa, 1994, p. 188.

También es importante precisar que, al fideicomiso se le considera una operación de servicios o neutras, que proporcionan los bancos; al respecto, es importante citar a GARRIGUES<sup>(21)</sup>, quien expresaba: “junto a esos dos grupos fundamentales de operaciones (activas y pasivas) están las que se llaman en la doctrina *operaciones neutras*, porque no implican concesión de crédito por ninguna de las partes contratantes”.

#### C) Jurisprudencial

Por otro lado, la Suprema Corte de Justicia de la Nación, a través de su Sala Auxiliar, emitió en 1977 una Tesis aislada, la cual también establece el concepto de fideicomiso:

#### FIDEICOMISO, CONCEPTO DE.

El fideicomiso es un acto jurídico que debe constar por escrito, y por el cual una persona denominada fideicomitente *destina* uno o varios bienes *a un fin lícito* determinado, en beneficio de otra persona llamada fideicomisario, encomendando su realización a una institución bancaria llamada fiduciaria, recibiendo ésta la titularidad de los bienes, únicamente con las limitaciones de los derechos adquiridos con anterioridad a la constitución del mismo fideicomiso, por las partes o por terceros, y con las que expresamente se reserve el fideicomitente y las que para él se deriven del propio fideicomiso. De otro lado, la institución bancaria adquiere los derechos y acciones que se requieran para el cumplimiento del fin, y *la obligación de sólo dedicarlos al objetivo que se establezca al respecto*, debiendo devolver los que se encuentran en su poder al extinguirse el fideicomiso, salvo pacto válido en sentido diverso.

#### D) Formalidad

Respecto a la formalidad de los fideicomisos, todos deberán formalizarse por escrito, por lo que la ley, no admite contratos de fideicomiso que sean verbales, e inclusive muchos de ellos se formalizan ante fedatario público. Al respecto, la LGTOC establece que la constitución del fideicomiso, deberá constar siempre por escrito (art. 387).

Los contratos no verbales, como el fideicomiso, pueden celebrarse en escrito privado o en escritura pública; podrán celebrarse en forma privada, los fideicomisos que versen sobre bienes muebles o derechos y, en el caso de escritura pública, cuando por regla general versen sobre inmuebles. En este último caso, los contratos de fideicomisos deberán celebrarse ante un notario público.

Ahora bien, respecto al fedatario público, ante el cual se puede celebrar el contrato, hemos de señalar que el corredor público es el indicado, siempre que no incluya inmuebles, por disposición de la Ley Federal de Correduría Pública, para atender los

---

(21) GARRIGUES, J., *Contratos Bancarios*, Madrid, s/e, 1958, p. 31.

negocios mercantiles, de conformidad con el artículo 6, fracción V de dicho ordenamiento.

## 2. Sujetos

### A) El fideicomitente

El fideicomitente es la persona física o moral (jurídica) que, mediante una manifestación expresa de su voluntad y teniendo la capacidad legal para ello, afecta la propiedad o titularidad de ciertos bienes o derechos al fiduciario para constituir el fideicomiso, a fin de que se realicen con ellos los fines para los que éste se constituye<sup>(22)</sup>.

La LGTOC refiere que sólo pueden ser fideicomitentes las personas con capacidad para transmitir la propiedad o la titularidad de los bienes o derechos objeto del fideicomiso, según sea el caso, así como las autoridades judiciales o administrativas competentes para ello (artículo 384).

Efectivamente, en primera instancia, solamente pueden ser fideicomitentes, las personas que tengan capacidad jurídica para ello, o sea, la aptitud de ser sujeto de derechos y obligaciones; pero, no solamente la capacidad jurídica genérica, sino la capacidad de disponer<sup>(23)</sup>.

Adicionalmente, debemos señalar que el fideicomitente puede fungir como fideicomisario en segundo lugar, es decir, que podrá ser beneficiario del propio fideicomiso, en segunda instancia, cuando se hayan satisfecho los beneficios esperados, por parte del fideicomisario, en primer lugar, que es el beneficiario original.

### B) El fiduciario

En forma sencilla, diremos que el fiduciario es la persona encargada por el fideicomitente, para llevar a cabo los fines del fideicomiso; y solamente pueden ser fiduciarias, quienes hayan sido autorizadas para ello.

#### a) Autorizados para ser fiduciarios

Ahora bien, ¿cuáles son las personas autorizadas, conforme a la ley, para actuar como tales? La propia LGTOC nos da la respuesta parcialmente, ya que el artículo 395, nos dice que pueden ser fiduciarias las siguientes sociedades:

---

(22) ACOSTA ROMERO, M. y ALMAZÁN ALANÍZ, R., *Tratado Teórico Práctico de Fideicomiso*, 4.<sup>a</sup> edición, México, Porrúa, 2002, p. 221.

(23) FARIBAULT, M., *Traité Théorique et Pratique de la Fiducie ou Trust du Droit Civil Dans de Québec*, Montreal, Wilson et Lafleur Limitée, 1936, p. 161.

- 1) Instituciones de crédito;
- 2) Instituciones de seguros;
- 3) Instituciones de fianzas;
- 4) Casas de Bolsa;
- 5) Sociedades financieras de objeto múltiple a que se refiere el artículo 87.B) de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, y
- 6) Almacenes generales de depósito.

1) Las Instituciones de Crédito.—Entiéndase los bancos, lo podrán ser, en términos del artículo 46, fracción XV, de la Ley de Instituciones de Crédito, el cual señala expresamente que las instituciones de crédito sólo podrán realizar las operaciones siguientes: (...) “XV. Practicar las operaciones de fideicomiso a que se refiere la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, y llevar a cabo mandatos y comisiones” (artículo 46).

Las instituciones de crédito, o bancos, también rigen su actuación conforme a los artículos 77 a 85 bis.1 de la Ley de Instituciones de Crédito, que regula las operaciones de servicios de los bancos, dentro de las cuales se encuentra el fideicomiso.

2) Las Instituciones de Seguros.—Las aseguradoras, en términos de la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros, establece, en su artículo 34, que las instituciones de seguros podrán: (...) “IV. Actuar como institución fiduciaria en negocios directamente vinculados con las actividades que les son propias. Al efecto, se considera que están vinculados a las actividades propias de las instituciones de seguros, los fideicomisos de administración en que se afecten recursos relacionados con el pago de primas, por los contratos de seguros que se celebren”.

Asimismo, las instituciones de seguros podrán actuar como institución fiduciaria en los fideicomisos de garantía a que se refiere la Sección Segunda del Capítulo V del Título Segundo de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, sujetándose a lo que dispone el artículo 85.bis de la Ley de Instituciones de Crédito y bajo la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

Tratándose de instituciones de seguros autorizadas para practicar operaciones de vida, también se considerarán vinculados con las actividades que les son propias, los fideicomisos en que se afecten recursos relacionados con primas de antigüedad, fondos individuales de pensiones, rentas vitalicias, dividendos y sumas aseguradas, o con la administración de reservas para fondos de pensiones o jubilaciones del personal, complementarias a las que establecen las leyes sobre seguridad social y de primas de antigüedad.

En lo no previsto por lo anterior, a las instituciones de seguros fiduciarias les será aplicable lo establecido en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, oyendo la opinión de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, podrá determinar mediante reglas de carácter general otros tipos de fideicomisos en los que podrán actuar como fiduciarias las instituciones de seguros.

3) Las Instituciones de Fianzas.—De conformidad con la ley que rige a las afianzadoras, que es la Ley Federal de Instituciones de Fianzas y que señala, en su artículo 5, que las Instituciones Fianzas, podrán ser autorizadas para operar en el ramo de Fideicomisos de Garantía, en alguno o algunos de los subramos siguientes:

- a) Relacionados con pólizas de fianza.
- b) Sin relación con pólizas de fianza.

En una descripción bastante detallada, el artículo 16 de la propia Ley Federal de Instituciones de Fianzas establece, en su fracción XV que, una de las operaciones que podrán realizar las instituciones de fianzas es:

“XV. Actuar como institución fiduciaria sólo en el caso de fideicomisos de garantía con la facultad de administrar los bienes fideicomitados en los mismos, los cuales podrán o no estar relacionados con las pólizas de fianzas que expidan”.

Asimismo, podrán actuar como institución fiduciaria en los fideicomisos de garantía a que se refiere la Sección Segunda del Capítulo V del Título Segundo de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, sujetándose a lo que dispone el artículo 85.bis de la Ley de Instituciones de Crédito y bajo la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

Las instituciones de fianzas, en su carácter de fiduciarias, podrán ser fideicomisarias en los fideicomisos en los que, al constituirse, se transmita la propiedad de los bienes fideicomitados y que tengan por fin servir como instrumento de pago de obligaciones incumplidas, en el caso de fianzas otorgadas por las propias instituciones. En este supuesto, las partes deberán designar de común acuerdo a un fiduciario sustituto para el caso que surgiera un conflicto de intereses entre las mismas.

La operación de fideicomiso se sujetará a lo dispuesto en esta Ley y a las siguientes bases:

a) En el desempeño de los fideicomisos, las instituciones de fianzas deberán apegarse a las sanas prácticas fiduciarias. El Banco de México podrá, en caso de considerarlo necesario, emitir mediante reglas de carácter general las características a que deberán ajustarse tales operaciones.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público a propuesta de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas y oyendo la opinión del Banco de México, podrá ordenar a las instituciones de fianzas la suspensión de las operaciones que infrinjan las reglas que en su caso emita el Banco de México;

b) Las instituciones de fianzas podrán recibir en fideicomiso cantidades adicionales de efectivo, valores, bienes muebles e inmuebles y derechos, según el requerimiento del fideicomitente, o adquirir ese tipo de activos con los recursos fideicomitados, siempre que tales operaciones se realicen exclusivamente en cumplimiento del objeto del fideicomiso.

c) Deberán abrir contabilidades especiales por cada contrato, debiendo registrar en las mismas y en su propia contabilidad, el dinero que les confíen y los demás

bienes, valores o derechos con los que se incrementen los recursos originalmente afectos al fideicomiso, así como los incrementos o disminuciones correspondientes, por los productos o gastos respectivos. Invariablemente deberán coincidir los saldos de las cuentas controladas de la contabilidad de la institución de fianzas con las contabilidades especiales.

En ningún caso los recursos, bienes o derechos señalados estarán afectos a otras responsabilidades que las derivadas del fideicomiso mismo o las que contra ellos correspondan a terceros, de acuerdo con la Ley;

d) Las instituciones de fianzas deberán desempeñar su cometido y ejercerán sus facultades por medio de delegados fiduciarios, quienes deberán satisfacer los requisitos de calidad técnica, honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, considerándose que carecen de honorabilidad si se ubican en uno de los supuestos previstos en el inciso d) del numeral 3 de la fracción VIII bis del artículo 15 de la propia Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

Las instituciones de fianzas, responderán civilmente por los daños y perjuicios que se causen por falta de cumplimiento en las condiciones o términos señalados en el fideicomiso.

En el acto constitutivo del fideicomiso o en sus reformas, se podrá prever la formación de un comité técnico, dar reglas para su funcionamiento y fijar facultades. Cuando la institución obre ajustándose a los dictámenes o acuerdos de este comité, estará libre de toda responsabilidad;

e) Cuando la institución de fianzas al ser requerida, no rinda las cuentas de su gestión dentro de un plazo de 15 días hábiles o cuando sea declarada por la sentencia ejecutoriada, culpable de las pérdidas o menoscabo que sufran los recursos dados en fideicomiso, o responsable de esas pérdidas o menoscabo por negligencia grave procederá su remoción como fiduciaria.

Las acciones para pedir cuentas, para exigir la responsabilidad de la institución fiduciaria y para pedir su remoción, corresponderán al fideicomisario o a sus representantes legales y a falta de éstos al Ministerio Público, sin perjuicio de poder el fideicomitente reservarse en el acto constitutivo del fideicomiso o en las modificaciones del mismo, el derecho para ejercitar esta acción.

En caso de renuncia o remoción se estará a lo dispuesto en el párrafo final del artículo 385 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, es decir, se tiene que hacer la designación de otra institución fiduciaria, si ello no es posible, entonces el fideicomiso se extingue.

f) Los recursos recibidos por las instituciones de fianzas con cargo a contratos de fideicomiso, no podrán computarse como parte de las reservas de carácter técnico que dichas instituciones deben constituir de acuerdo a lo dispuesto en la Ley Federal de Instituciones de Fianzas, ni podrán considerarse para efecto alguno como parte de los cómputos relativos al requerimiento mínimo de capital base de operaciones previsto en el artículo 18 de la propia Ley.

g) La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, escuchando la opinión de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas y del Banco de México, determinará median-

te reglas de carácter general el monto máximo de recursos que una institución de fianzas podrá recibir en fideicomiso, considerando su capital pagado, su requerimiento mínimo de capital base de operaciones y cualquier otro elemento que apoye su solvencia.

h) Cuando se trate de operaciones de fideicomiso que constituya el Gobierno Federal o que él mismo, para los efectos de este artículo, declare de interés público a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, no será aplicable el plazo que establece la fracción III del artículo 394 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, es decir, puede ser superior a 50 años.

En lo no previsto por lo anterior, a las instituciones de fianzas fiduciarias les será aplicable lo establecido en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito;

4) Las Casas de Bolsa.—La nueva Ley del Mercado de Valores del 30 de diciembre de 2005, establece, en su artículo 171, fracción XIV, que las Casas de Bolsa podrán actuar como fiduciarias.

No obstante que las casas de bolsa, puedan actuar como fiduciarias, en la señalada Ley del Mercado de Valores, se establecieron una serie de limitaciones o características a su actuación como fiduciaria, ya que las casas de bolsa sólo podrán actuar como fiduciarias en (i) negocios directamente vinculados con las actividades que les sean propias y (ii) recibir cualquier clase de bienes, derechos, efectivo o valores referidos a operaciones o servicios que estén autorizadas a realizar.

Por otro lado, las casas de bolsa deben rendir cuentas de su gestión dentro de un plazo de quince días hábiles.

5) Las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple.—En términos de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, recientemente se han creado las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple, las cuales también pueden ser fiduciarias, con las características y requisitos que establece el citado ordenamiento.

6) Los Almacenes Generales de Depósito.—En términos de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, que dice que son Almacenes Generales de Depósito, las sociedades que tienen por objeto, en términos generales, el almacenamiento, guarda o conservación, manejo, control, distribución o comercialización de bienes o mercancías bajo su custodia o que se encuentren en tránsito, amparados por certificados de depósito y el otorgamiento de financiamientos con garantía de éstos. También podrán realizar procesos de incorporación de valor agregado, así como la transformación, reparación y ensamble de las mercancías depositadas a fin de aumentar su valor, sin variar esencialmente su naturaleza. Sólo los almacenes estarán facultados para expedir certificados de depósito y bonos de prenda.

Este mismo ordenamiento permite que los Almacenes Generales de Depósito puedan celebrar operaciones de fideicomiso, cuando expresa que los citados almacenes (artículo 11, fracción VIII) podrán descontar, dar en garantía o negociar los títulos de crédito y afectar los derechos provenientes de los contratos de financiamiento que realicen con sus clientes o de las operaciones autorizadas a los almacenes generales de depósito, con instituciones de crédito, de seguros y de fianzas del país o de entidades

financieras del exterior, así como afectar en fideicomiso irrevocable los títulos de crédito y los derechos provenientes de los contratos de financiamiento que celebren con sus clientes, a efecto de garantizar el pago de las emisiones de obligaciones subordinadas y demás títulos de crédito, en serie o en masa, para su colocación entre el gran público inversionista.

Adicionalmente a las sociedades señaladas expresamente por la LGTOC, también podrán ser fiduciarias, entre otras las siguientes instituciones financieras:

7) El Banco de México.—De conformidad con su Ley Orgánica, el Banco de México, puede, en términos del artículo 7, fracción XI: “Actuar como fiduciario cuando por ley se le asigne esa encomienda, o bien tratándose de fideicomisos cuyos fines coadyuven al desempeño de sus funciones o de los que el propio Banco constituya para cumplir obligaciones laborales a su cargo”.

8) La Financiera Rural.—En términos de su Ley Orgánica, en el artículo 7, fracción XI, establece que la Financiera Rural podrá: “Practicar las operaciones de fideicomiso y actuar como institución fiduciaria como excepción a lo dispuesto en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, siempre y cuando estén relacionadas con su objeto”.

Asimismo, la Ley Orgánica determina que en los contratos de fideicomiso que celebre la Financiera Rural, ésta podrá actuar en el mismo negocio como fiduciaria y como fideicomisaria, así como realizar operaciones con la propia Financiera en el cumplimiento de tales fideicomisos, como excepción a lo dispuesto en el artículo 383 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

9) Uniones de Crédito.—Las uniones de crédito son instituciones financieras que facilitan el uso del crédito a sus socios y prestan su garantía o aval, conforme a las disposiciones legales y administrativas aplicables, en los créditos que contraten sus socios.

En términos de su legislación aplicable (Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito), las Uniones de Crédito pueden descontar, dar en garantía o negociar los títulos de crédito y afectar los derechos provenientes de los contratos de financiamiento que realicen con sus socios o de las operaciones autorizadas a las uniones de crédito, con las personas de las que reciban financiamiento, así como afectar en fideicomiso irrevocable los títulos de crédito y los derechos provenientes de los contratos de financiamiento que celebren con sus socios a efecto de garantizar el pago de las emisiones que realicen.

10) Arrendadoras Financieras.—Las Arrendadoras financieras, también podrán descontar, dar en garantía o negociar los títulos de crédito y afectar los derechos provenientes de los contratos de arrendamiento financiero o de las operaciones autorizadas a las arrendadoras, con las personas de las que reciban financiamiento, en términos de la fracción IV anterior así como afectar en fideicomiso irrevocable los títulos de crédito y los derechos provenientes de los contratos de arrendamiento financiero a efecto de garantizar el pago de las emisiones que realicen. Esta disposición solamente estará vigente hasta el 18 de julio de 2013.

11) Nacional Financiera.—Nacional Financiera, de conformidad con su Ley Orgánica, podrá celebrar contratos de fideicomiso, e inclusive actuando en el mismo negocio como fiduciaria y como fideicomisaria y realizar operaciones con la propia sociedad en el cumplimiento de fideicomisos.

12) Sociedad Hipotecaria Federal.—En términos de su Ley Orgánica, la Sociedad Hipotecaria Federal podrá practicar operaciones de fideicomiso y llevar a cabo mandatos y comisiones relativos a su fin, cuando por ley se le asigne a la sociedad esa encomienda; cuando se trate de actos que coadyuven a la consecución de su objetivo o bien cuando la propia sociedad constituya fideicomisos para cumplir obligaciones laborales a su cargo.

En los contratos de fideicomiso que celebre la sociedad, ésta podrá actuar en el mismo negocio como fiduciario y como fideicomisario. Asimismo, podrá realizar operaciones con la propia sociedad en el cumplimiento de fideicomisos, mandatos o comisiones, cuando no impliquen un conflicto de intereses.

13) Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros.—En términos de su Ley Orgánica, el Banco puede ser administrador y fiduciario de fideicomisos, mandatos y comisiones que se constituyan para el adecuado desempeño de su objeto; asimismo, en los contratos de fideicomiso que celebre la institución, inclusive en aquellos que constituya para cumplir obligaciones laborales a su cargo, ésta podrá actuar en el mismo negocio como fiduciaria y como fideicomisaria y realizar operaciones con la propia institución en el cumplimiento de fideicomisos.

En ese mismo tenor se encuentran los Bancos de Desarrollo, tales como el Banco Nacional de Comercio Exterior, el Banco Nacional de Obras y Servicios y el Banco Nacional del Ejército y de la Armada.

*b) Pluralidad de fiduciarios*

La LGTOC dispone que, “en el fideicomiso podrán intervenir varias instituciones fiduciarias para que conjunta o sucesivamente desempeñen el cargo de fiduciario, estableciendo el orden y las condiciones en que hayan de sustituirse” (artículo 385).

Asimismo, la propia ley establece que, salvo lo que se prevea en el fideicomiso, cuando por renuncia o remoción la institución fiduciaria concluya el desempeño de su cargo, deberá designarse a otra institución fiduciaria que la sustituya. Si no fuere posible esta sustitución, el fideicomiso se dará por extinguido.

*c) Derechos y acciones*

El artículo 391 de la LGTOC establece, de manera genérica los derechos y acciones de las instituciones fiduciarias, al señalar que la institución fiduciaria tendrá todos los derechos y acciones que se requieran para el cumplimiento del fideicomiso, salvo las normas o limitaciones que se establezcan al efecto, al constituirse éste; estará obligada a cumplir dicho fideicomiso conforme al acto constitutivo; no podrá excusarse o renunciar su encargo sino por causas graves a juicio de un Juez de Primera Instancia del lugar de su domicilio, y deberá obrar siempre como buen padre de fami-

lia, siendo responsable de las pérdidas o menoscabos que los bienes sufran por su culpa.

Dentro de las obligaciones, a cargo de la fiduciaria, el contrato de fideicomiso debe prever la rendición de cuentas, tanto al fideicomitente como al fideicomisario, y esa rendición de cuentas debe ser cuando menos cada seis meses, pero nunca mayor a un período de un año<sup>(24)</sup>.

Las limitaciones de las fiduciarias, para efectos de nuestro trabajo, tienen que ser entendidas, sobre todo aquellas que se establecen para las garantías, como limitaciones de carácter convencional y limitaciones legales<sup>(25)</sup>.

*d) Sustitución, excusa o renuncia*

El artículo 385 de la LGTOC, en su último párrafo, prevé las hipótesis de la sustitución fiduciaria, estableciendo los casos de renuncia o remoción; pero, también hay que precisar que el fideicomitente y fideicomisario, por voluntad propia, pueden solicitar al fiduciario, que deje su encargo y en estas circunstancias, también el fiduciario puede dejar su función.

En materia de fideicomiso, la palabra sustitución, tiene un preciso significado técnico jurídico<sup>(26)</sup>, ya que ha quien se puede sustituir es a una de las partes del contrato, en este caso a la fiduciaria, siendo que eventualmente, también se puede sustituir al fideicomisario.

*e) El comité técnico*

Por otro lado, es importante hacer notar que, en el funcionamiento de los fideicomisos, puede existir un comité técnico, es decir un órgano colegiado que tome determinadas decisiones al interior del propio fideicomiso. La determinación del comité técnico, podrá llevarse a cabo, desde el propio acto constitutivo del fideicomiso o en sus reformas, y por supuesto, dar las reglas de su funcionamiento y fijar sus facultades. Conforme con el artículo 80 de la Ley de Instituciones de Crédito, los bancos actúan de acuerdo con las instrucciones de estos comités técnicos, entonces la institución de crédito estará exenta de toda responsabilidad.

El tema del comité técnico ha sido poco explorado; tanto en la doctrina como en la práctica los esfuerzos se han encaminado a otros objetivos como el estudio de los

---

(24) LÓPEZ DE ZAVALÍA, F., *Fideicomiso, Leasing, Letras Hipotecarias, Ejecución Hipotecaria, Contratos de Consumición*, Buenos Aires, Zavallia Editor, 1996, p. 127.

(25) SAINT-ALARY, B. y BOCCARA, M., *Les Garanties Du Credit*, París, Éditions Du J.N.A., 1995, pp. 56 y 57.

(26) DESANTI, L., *La Sostituzione Fedecommissaria*, Torino, Giappichelli Editore, 1999, p. 92.

elementos personales y formales del fideicomiso, la responsabilidad del fiduciario, la naturaleza jurídica de la figura y demás características de la relación fiduciaria<sup>(27)</sup>.

### C) El fideicomisario

El fideicomisario es la persona física o moral que recibe los beneficios del fideicomiso, de conformidad con los propios términos del contrato celebrado.

De acuerdo con lo señalado en el artículo 382 de la LGTOC, pueden ser fideicomisarios las personas que tengan la capacidad necesaria para recibir el provecho que el fideicomiso implica, esto es, en principio, que tengan la capacidad de goce o la aptitud de recibir los provechos que el fideicomiso implica.

El fideicomiso será válido aunque se constituya sin señalar fideicomisario, siempre que su fin sea lícito y determinado, y conste la aceptación del encargo por parte del fiduciario. Ello significa que, el fideicomisario podrá ser designado por el fideicomitente en el acto constitutivo del fideicomiso o en un acto posterior.

Se ha discutido mucho en la práctica, si un fiduciario puede ser fideicomisario, la respuesta en principio es que no, y la propia LGTOC establece, en el artículo 382, que es nulo el fideicomiso que se constituye a favor del fiduciario, salvo lo señalado al final de la propia disposición, cuando se trate de fideicomisos de garantía, cuando la propia institución fiduciaria ha otorgado los créditos, y en las demás disposiciones legales aplicables.

Así, en forma expresa la disposición señala: “La institución fiduciaria podrá ser fideicomisaria en los fideicomisos que tengan por fin servir como instrumentos de pago de obligaciones incumplidas, en el caso de créditos otorgados por la propia institución para la realización de actividades empresariales. En este supuesto, las partes deberán convenir los términos y condiciones para dirimir posibles conflictos de intereses”.

Puede haber pluralidad de fideicomisarios para que reciban simultánea o sucesivamente el provecho del fideicomiso, salvo el caso de que el beneficio se conceda a diversas personas sucesivamente que deban sustituirse por muerte de la anterior.

Cuando sean dos o más fideicomisarios y deba consultarse su voluntad, en cuanto no esté previsto en el fideicomiso, las decisiones se tomarán por mayoría de votos computados por representaciones y no por personas. En caso de empate, decidirá el juez de primera instancia del lugar del domicilio del fiduciario.

### 3. Objeto o fin

El acto volitivo interno elaborado en la sede de la conciencia del fideicomitente está orientado a perseguir la realización de un fin, no mediante su actuación personal,

---

(27) ROALANDINI, J., *El Fideicomiso Mexicano*, México, BBVA Bancomer, 1998, p. 108.

lo que está vedado en la institución, sino a través de la gestión que se encomendará a un sujeto en el que se deposita una esperanza de que cumpla fundada y eficazmente la consecución de tal objetivo<sup>(28)</sup>.

Como hemos señalado con anterioridad, puede haber fideicomisos de administración, inversión, pago, testamentario y de garantía, por señalar algunos. En términos generales, en un fideicomiso de administración y fuente de pago de diversos financiamientos, los fines podrían ejemplificarse así:

El fideicomiso tiene como principal finalidad crear un mecanismo que funcione como administración y fuente de pago de los diversos pasivos otorgados al Fideicomitente, para lo cual y en cumplimiento de los fines específicos del fideicomiso, normalmente el fiduciario deberá:

1) Con cargo a los recursos que integren el patrimonio del fideicomiso y atendiendo a las instrucciones por escrito que reciba del fideicomitente, administrar y cubrir los gastos y honorarios que se originen con motivo de la celebración del propio contrato de fideicomiso, incluyendo sin limitar, en su caso, las comisiones y honorarios de los asesores financieros y legales, honorarios del fiduciario, gastos notariales, etcétera.

2) Recibir dinero o valores del fideicomitente o de terceros, mediante abono a la cuenta receptora, en el entendido de que el fiduciario no estará obligado a verificar en ningún momento, que la cantidad depositada sea efectivamente la que debiera corresponder al fideicomitente.

3) Registrar los pasivos conforme al procedimiento que se establece en el propio contrato, en el entendido de que dicho registro deberá contemplar como mínimo lo siguiente: (i) nombre del fideicomisario en primer lugar; (ii) monto del pasivo; (iii) importe del fondo de reserva, y (iv) número de folio; el fiduciario deberá llevar a cabo en el registro propio del fideicomiso, la inscripción de cada uno de los financiamientos (en caso de que los hubiera) y por cada inscripción expedirá al fideicomisario en primer lugar de que se trate, una constancia de inscripción.

4) Llevar a cabo el registro y control a través de subcuentas por cada uno de los financiamientos y de los pagos realizados con cargo al patrimonio del fideicomiso.

5) Con cargo a los recursos provenientes del fideicomitente, constituir por cada financiamiento, el fondo de reserva, cuyo monto será por el equivalente al importe correspondiente a un período de amortización del financiamiento que corresponda, importe que deberá contemplar el pago de capital e intereses, conforme a lo previsto en el financiamiento de que se trate; la aplicación del fondo de reserva, será para cubrir el importe de la última amortización del financiamiento respectivo, para lo cual el fideicomisario en primer lugar de que se trate, deberá presentar la solicitud de pago conforme al procedimiento de pago previsto en el mismo contrato.

6) Una vez integrado el fondo de reserva por el financiamiento de que se trate, con cargo a los recursos provenientes del fideicomitente, destinar en términos del

---

(28) LASCALA, J.H., *Práctica del Fideicomiso*, Buenos Aires, Astrea, 2003, p. 54.

fideicomiso y conforme al procedimiento de pago previsto, las cantidades necesarias para cumplir con las obligaciones de pago asumidas por el fideicomitente con motivo de los financiamientos.

7) Una vez integrado en su totalidad el fondo de reserva y cubierta la amortización del financiamiento por el período de que se trate, entregar al fideicomisario en segundo lugar las cantidades remanentes.

8) Invertir los recursos disponibles del patrimonio, conforme al régimen de inversión establecido en el propio fideicomiso, en tanto no se apliquen dichos recursos conforme a los fines del fideicomiso.

9) Proporcionar acceso irrestricto a la información del registro a su cargo a cualquiera de los fideicomisarios en primer lugar que lo soliciten a fin de conocer sólo por lo que a cada uno de ellos les corresponde, las cantidades límite, el porcentaje asignado y las cantidades requeridas pactadas en cada financiamiento. El fideicomitente libera al fiduciario de cualquier responsabilidad derivada de la revelación de la información en términos del presente inciso.

10) Previa autorización por escrito del fideicomitente y del (los) fideicomisarios en primer lugar, proporcionar acceso a la información sobre el registro, a quien el fideicomitente determine y en los términos que éste indique. El fideicomitente y el (los) fideicomisario(s) en primer lugar liberan al fiduciario de cualquier responsabilidad derivada de la revelación de la información en términos del presente inciso.

11) Una vez liquidados los financiamientos y a solicitud escrita del fideicomitente con autorización del comité técnico, extinguir el fideicomiso y revertir el patrimonio del fideicomiso al fideicomitente, en un plazo que no excederá de 15 (quince) días calendario contados a partir de la solicitud antes referida.

#### **4. El patrimonio**

Sin entrar a las diversas teorías que existen sobre el patrimonio fiduciario (teoría del patrimonio-personalidad y teoría del patrimonio-afectación), diremos que en la legislación mexicana no existe un concepto de patrimonio fiduciario; sin embargo, a través de diversas tesis de jurisprudencia, el Poder Judicial Federal, se ha expresado al respecto, diciendo que cada patrimonio fideicomitado y el general o propio de la institución fiduciaria, deben ser administrados con reglas propias, y especialmente cada patrimonio responde de sus propias deudas, las cuales permanecen ajenas y sin influencia ni afectación de cada uno de ellos en los otros.

Respecto del patrimonio, en sí, dice el artículo 386 de la LGTOC que, “pueden ser objeto del fideicomiso toda clase de bienes y derechos, salvo aquellos que, conforme a la ley, sean estrictamente personales de su titular”.

Los bienes que se den en fideicomiso se considerarán afectos al fin a que se destinan y, en consecuencia, sólo podrán ejercitarse respecto a ellos los derechos y acciones que al mencionado fin se refieran, salvo los que expresamente se reserve el fideicomitente, los que para él deriven del fideicomiso mismo o los adquiridos legal-

mente respecto de tales bienes, con anterioridad a la constitución del fideicomiso, por el fideicomisario o por terceros. La institución fiduciaria deberá registrar contablemente dichos bienes o derechos y mantenerlos en forma separada de sus activos de libre disponibilidad.

Asimismo, el fideicomiso cuyo objeto recaiga en bienes inmuebles, deberá inscribirse en la Sección de la Propiedad del Registro Público del lugar en que los bienes estén ubicados. El fideicomiso surtirá efectos contra terceros, desde la fecha de inscripción en el Registro.

Por otro lado, la LGTOC hace referencia al fideicomiso, cuyo objeto o patrimonio, recaiga en bienes muebles, éste, surtirá efectos contra tercero desde la fecha en que se cumplan los requisitos siguientes:

— Si se tratare de un crédito no negociable o de un derecho personal, desde que el fideicomiso fuere notificado al deudor;

— Si se tratare de un título nominativo, desde que éste se endose a la institución fiduciaria y se haga constar en los registros del emisor, en su caso;

— Si se tratare de cosa corpórea o de títulos al portador, desde que estén en poder de la institución fiduciaria.

## **5. Prohibición y extinción**

La legislación establece que quedan prohibidos:

I. Los fideicomisos secretos;

II. Aquellos en los cuales el beneficio se conceda a diversas personas sucesivamente que deban substituirse por muerte de la anterior, salvo el caso de que la sustitución se realice en favor de personas que estén vivas o concebidas ya, a la muerte del fideicomitente;

III. Aquéllos cuya duración sea mayor de cincuenta años, cuando se designe como beneficiario a una persona moral que no sea de derecho público o institución de beneficencia. Sin embargo, pueden constituirse con duración mayor de cincuenta años cuando el fin del fideicomiso sea el mantenimiento de museos de carácter científico o artístico que no tengan fines de lucro.

Por otro lado, la LGTOC (392) señala los casos de extinción del fideicomiso:

I. Por la realización del fin para el cual fue constituido;

II. Por hacerse éste imposible;

III. Por hacerse imposible el cumplimiento de la condición suspensiva de que dependa o no haberse verificado dentro del término señalado al constituirse el fideicomiso o, en su defecto, dentro del plazo de 20 años siguientes a su constitución;

IV. Por haberse cumplido la condición resolutoria a que haya quedado sujeto;

V. Por convenio escrito entre fideicomitente, fiduciario y fideicomisario;

VI. Por revocación hecha por el fideicomitente, cuando éste se haya reservado expresamente ese derecho al constituir el fideicomiso;

VII. Cuando el fideicomiso se haya constituido en fraude de terceros.

También es preciso señalar que el fideicomiso se extingue cuando no es posible la sustitución del fiduciario, en los casos de no aceptación, renuncia o remoción<sup>(29)</sup>, tal y como lo señala el artículo 385 de la LGTOC.

En caso de extinción del fideicomiso, si no se pactó lo contrario, los bienes o derechos en poder de la institución fiduciaria serán transmitidos al fideicomitente o al fideicomisario, según corresponda. En caso de duda u oposición respecto de dicha transmisión, el juez de primera instancia competente en el lugar del domicilio de la institución fiduciaria, oyendo a las partes, resolverá lo conducente.

Para que la transmisión antes citada surta efectos, tratándose de inmuebles o de derechos reales impuestos sobre ellos, bastará que la institución fiduciaria así lo manifieste y que esta declaración se inscriba en el Registro Público de la Propiedad en que aquél hubiere sido inscrito.

## BIBLIOGRAFÍA

ACOSTA ROMERO, M. y ALMAZÁN ALANIZ, R., *Tratado teórico práctico de fideicomiso*, México, Porrúa, 2002.

AROCHA MORTÓN, C.A., “El fideicomiso en México. Notas sobre América Latina (segunda parte).” en *Revista de Investigaciones Jurídicas, Escuela Libre de Derecho*. Año 7. No. 7, México, 1983, pp. 65-87.

BAKER, J.H., *An Introduction To English Legal History*, 2.<sup>a</sup> ed., London, Butterworths, 1979.

BATIZA, R., *El Fideicomiso. Teoría Y Práctica*, México, Jus, 1995.

BOJÓRQUEZ, L.C., “Nuevas figuras para la constitución de garantías: prenda sin transmisión de posesión y fideicomiso de garantía” en *Revista INDETEC*, núm. 22, México, agosto 2000, pp. 3 y 8.

CARRASCO PERERA, A., CORDERO LOBATO, E. y MARÍN LÓPEZ, M., *Tratado de los Derechos de Garantía*, Navarra, Aranzadi, 2002.

DE ARESPACOHAGA, J., *El Trust, La Fiducia y Figuras Afines*, Madrid, Marcial Pons, 2000.

DE LA CRUZ FERRER, J., “El problema de las garantías jurídicas en la financiación privada de infraestructuras”, en *Conferencia Internacional sobre Financiación*

---

(29) MUÑOZ, Luis, EL FIDEICOMISO, 2.<sup>a</sup> edición, México, Cárdenas Editor, 2001, p. 446.

y *Gestión Privada de Infraestructuras de Interés Público*, Juan de la Cruz Ferrer y Miguel Ángel López Lozano (coord.), Madrid, Cámara Oficial de Comercio e Industria de Madrid, 1996, pp. 261-272.

DESANTI, L., *La Sostituzione Fedecommissaria*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1999.

DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.A., *El Fideicomiso*, 4.ª edición, México, Porrúa, 1994.

DU MARAIS, B., *Droit Public de la Régulation Économique*, París, Presses de Sciences Po-Dalloz, 2004.

FARIBAULT, M., *Traité Théorique Et Pratique de la Fiducie ou Trust du du Droit Civil dans la Province de Québec*, Montreal, Wilson et Lafleur Limitée, 1936.

FUENTESECA, P., “Líneas generales de la ‘fiducia cum creditore’”, en *Derecho romano de obligaciones*, Homenaje al Profesor José Luis Murga Gener, Madrid, Centro de Estudios Ramón Areces, 1994.

GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, Madrid, s/E, 1958.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J., *Negocios Fiduciarios En El Derecho Mercantil*, Madrid, Civitas, 1981.

GAYO, Institutas, (II, 281), edición a cargo de Alfredo di Petro, 3.ª edición, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1987.

GIRALDO, P.M., *Fideicomiso*, Buenos Aires, Depalma, 1998.

GONZÁLEZ BEILFUSS, C., *El Trust. La Institución Angloamericana y el Derecho Internacional Privado Español*, Barcelona, Bosch, 1997.

HAYZUS, J.R., *Fideicomiso*, Buenos Aires, Astrea, 2001.

IZQUIERDO, R. y VASSALLO, J.M., *Nuevos Sistemas de Gestión y Financiación de Infraestructuras de Transporte*, Madrid, Colegio de Ingenieros de Caminos, Canales y Puertos, 2004.

KIPER, M.C. y LISOPRAWSKI, S.V., *Teoría y práctica del fideicomiso*, Buenos Aires, Desalma, 1999.

LASCALA, J.H., *Práctica del Fideicomiso*, Buenos Aires, Astrea, 2003.

LÓPEZ DE ZAVALÍA, F., *Fideicomiso, leasing, letras hipotecarias, ejecución hipotecaria, contratos de consumición*, Buenos Aires, Zavalía, 1996.

MAYNZ, C., *Curso de Derecho Romano*, trad. Antonio José Pou, Barcelona, Jaime Molinas Editor, 1888, tomo III.

MENNELL, R., *Wills And Trusts*, St. Paul, Minn., West Publishing, 1994.

MICHEL URIBE, H.A., “El fideicomiso como fuente alterna de pago de las garantías por el endeudamiento estatal y municipal” en *Revista INDETEC*, núm. 111, México, mayo-junio 1998, pp. 14-24.

MOLINA PASQUEL, R., *Los Derechos del Fideicomisario*, México, Editorial Jus, 1946.

MONSERRIT ORTIZ SOLTERO, S., *El Fideicomiso Mexicano*, México, Porrúa, 1998.

MONTOYA GÓMEZ, M., *De las obligaciones en el Derecho Romano*, Bogotá, Temis, 1993.

MUÑOZ, L., *El Fideicomiso*, actualizado por Víctor Manuel Canales Pichardo, 2.ª edición, México, Cárdenas Editor y Distribuidor, 2001.

NAVARRO MARTORELL, M., *La Propiedad Fiduciaria*, Barcelona, Bosch, 1950.

ORMAECHEA, C., “La utilización del contrato de fideicomiso con fines de garantía” en *Revista Notarial*, Año 106, núm. 936, mayo-agosto 2000, pp. 435-464.

PENNER, J.E., *The Law of Trusts*, 5.ª edición, Oxford, Oxford University Press, 2006.

PÉREZ HUALDE, F., “El fideicomiso de garantía y las posiciones del negocio fiduciario en la ley 24.221” en *Tratado Teórico Práctico del Fideicomiso*, Beatriz Maury de González (Directora), 2.ª edición, Buenos Aires, Ad-Hoc, 2002, pp. 213-246.

PONSSA DE LA VEGA, N., *El Derecho de las Sucesiones en Roma*, Buenos Aires, Lerner Editores, 1981.

PRÜM, A. y WITZ, C., *Trust et Fiducie. La Convention de La Haye et la nouvelle législation Luxembourgeoise*, Paris, Montchrestien, 2005.

RABASA, O., *El Derecho Angloamericano*, México, Porrúa, 1982.

ROALANDINI, J., *El Fideicomiso Mexicano*, México, BBVA Bancomer, 1998.

RODRÍGUEZ AZUERO, S., “El Fideicomiso mercantil en América Latina” en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 102, año XXV, abril-junio 2006.

RODRÍGUEZ RUIZ, R., *El Fideicomiso y la Organización Contable Fiduciaria*, 7.ª edición, México, Ediciones Contables y Administrativas, 1993.

RUBINSTEIN, R., *Iniciación al Derecho Inglés*, Trad. Enrique Jardí, Barcelona, Bosch, 1956.

SAINT-ALARY, B. y BOCCARA, M., *Les Garanties du Credit*, París, Éditions Du J.N.A., 1995.

SALVÁ, V., *Diccionario latino-español*, París, Librería de Garnier Hermanos, 1873.

SÁNCHEZ-CÍA, A. (Coord.), *Financiación de infraestructuras y el contrato de concesión de obras públicas*, Madrid, Inmoley.com, 2004.

SEKFALI, Z., *Droit des Financements Structurés*, París, Revue Banque, 2004.

STEMPEL, A., *Trust y Fideicomiso*, Caracas, Universidad Central de Venezuela, 1955.

UGARTE, J., “El ‘Project Finance’ aplicado a la financiación de obras públicas. Asignación de riesgos.” en *La financiación privada de obras públicas*, Alberto Ruiz Ojeda (Coord.), Madrid, Editorial Civitas-Fundación Diálogos, 1997, pp. 69-80.

VILLAGORDOA LOZANO, J.M., *Doctrina general del Fideicomiso*, 2.ª edición, México, Porrúa, 1982.

VILLEGAS, C.G., *Las garantías del crédito*, 2.ª edición, Buenos Aires, Rubinzal-Culzoni, 1998, tomo I.

WITZ, C., “Les transferts fiduciaires à titre de garantie” en *Les opérations fiduciaires*, Witz, C. (Coord.), Paris, Feduci-L.G.D.J., 1985, pp. 55-106.

---

# JURISPRUDENCIA

---

## LA ACCIÓN DE ORO (*golden share*)

(Comentario a la STJCE de 28 de septiembre de 2006)  
Asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04 (\*)

ANTONIO TAPIA HERMIDA

*Profesor Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

### RESUMEN

La “acción de oro” (*golden share*), cuya noción es confusa y debe además diferenciarse de fenómenos cercanos, ha venido representando un mecanismo (ilícito) íntimamente vinculado a la privatización de la empresa pública en la Unión Europea. La “acción de oro” (*golden share*) ha sido reiteradamente utilizada para seguir manteniendo el poder del Estado en determinados ámbitos de la actividad económica (sectores estratégicos) en un malentendido “patriotismo económico” contrario al Tratado CE, tanto porque restringe los movimientos de capitales como la libertad de establecimiento, según reiterada jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas.

**Palabras clave:** Acción de oro. Golden share. Libre circulación de capitales. Libertad de establecimiento.

### ABSTRACT

*Golden share (acción de oro), whose concept is confusing and should be differentiated from similar phenomena, has been representing a (illicit) mechanism closely linked to the privatization of the state-owned companies in the European Union. Golden share (acción de oro) has been repeatedly used to maintain the power of the State in certain ambits of the economic activity (strategic sectors) as a badly understood “economic patriotism” against the EU Treaty, both because its restricts the free movement of capitals and the freedom of establishment according to the reiterate jurisprudence of the Court of Justice of the European Communities.*

**Key words:** Golden share. Free movement of capitals. Freedom of establishment

---

(\*) Ponente:  
Magistrado Sr. P. Jann

## FUDAMENTOS DE DERECHO

1 Mediante sus recursos, la Comisión de las Comunidades Europeas solicita al Tribunal de Justicia que declare que el Reino de los Países Bajos ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 56 CE y 43 CE, al mantener en los estatutos de Koninklijke KPN NV y TPG NV determinadas disposiciones a cuyo tenor el capital de estas sociedades comprende una acción especial, propiedad del Estado neerlandés, que le confiere derechos especiales de aprobación de determinados acuerdos adoptados por los órganos competentes de dichas sociedades.

### Marco jurídico

2 En virtud del artículo 2:8 del Código Civil neerlandés (Burgerlijk Wetboek; en lo sucesivo, el «Burgerlijk Wetboek»), el ejercicio de los derechos de que goza el titular de una acción especial se rige por los principios de razón y de equidad. Según dicha disposición:

«1. Toda persona jurídica así como los implicados en su organización en virtud de la ley o los estatutos deben comportarse en sus relaciones mutuas con arreglo a las exigencias de los principios de razón y de equidad.

2. Una norma aplicable entre ellos en virtud de la ley, la costumbre, los estatutos, los reglamentos o un decreto carecerá de efectos en la medida en que, atendidas las circunstancias, resulte inaceptable a la luz de los criterios derivados de la razón y la equidad».

3 El artículo 2:92 del Burgerlijk Wetboek dispone:

«1. Salvo que los estatutos dispongan lo contrario, todas las acciones conferirán iguales derechos y obligaciones en proporción a su valor nominal.

[...]

3. Los estatutos podrán prever que algunas acciones confieran determinados derechos especiales descritos en ellos en cuanto al control de la sociedad».

## Hechos y procedimiento administrativo

4 En 1989, la empresa estatal neerlandesa de correos, telégrafos y teléfonos se transformó en una sociedad anónima, denominada Koninklijke PTT Nederland NV (en lo sucesivo, «PTT»).

5 Con motivo de la privatización parcial de PTT, mediante la venta, en 1994, de un primer paquete de acciones equivalente al 30% de su capital, y posteriormente, en 1995, de un segundo paquete de acciones equivalente al 20% de éste, se modificaron los estatutos de dicha empresa para introducir una acción especial, denominada «golden share», en beneficio del Estado neerlandés.

6 En 1989, PTT se escindió en dos sociedades independientes, Koninklijke KPN NV (en lo sucesivo, «KPN»), dedicada a las telecomunicaciones, y TNT Post Groep NV, posteriormente TPG NV (en lo sucesivo, «TPG»), a los servicios postales.

7 Con motivo de esta escisión, la acción especial que poseía el Estado neerlandés en PTT se modificó para que dicho Estado dispusiese de una acción especial en cada una de las dos sociedades nuevas (en lo sucesivo, «acciones especiales controvertidas»).

8 En principio, el Estado neerlandés podría ceder las acciones especiales que posee a la sociedad correspondiente o a otro adquirente. En este último caso, la transmisión deberían aprobarla, en virtud del artículo 17 de los estatutos de KPN y de TPG, el Consejo de Administración y el Consejo de Supervisión de dicha sociedad.

9 Las acciones especiales controvertidas confieren al Estado neerlandés derechos especiales de aprobación previa respecto a los acuerdos de los órganos de ambas sociedades relativos a las siguientes cuestiones:

— La emisión de acciones de la sociedad (artículo 12, apartados 1, 2 y 4 de los estatutos de KPN y TPG).

— La restricción o supresión del derecho preferente de los titulares de acciones ordinarias (artículo 13, apartado 3, de los estatutos de KPN y de TPG).

— La adquisición o enajenación por la sociedad de acciones propias que representen más del 1% del capital suscrito en acciones

ordinarias (artículo 15, apartado 3, de los estatutos de KPN y de TPG).

— La amortización de la acción especial (artículo 16, apartado 3, de los estatutos de KPN y de TPG).

— El ejercicio del derecho de voto asociado a las acciones poseídas en KPN Telecom BV o en PTT Post Holdings BV [o en cualquier otra persona jurídica en el sentido del artículo 4, apartado 1, de la Ley de Correos (Postwet)] en relación con propuestas de disolución, de fusión o de escisión, de adquisición de acciones propias y de modificación de los estatutos relativas a las competencias de la Junta General de dichas sociedades en las materias mencionadas [artículo 25, apartado 3, letra a), de los estatutos de KPN y de TPG].

— Inversiones de las que resulte una reducción de los fondos propios de la sociedad, según su balance consolidado, hasta ser inferiores al 30% de los activos totales de KPN [artículo 25, apartado 3, letra b), de los estatutos de KPN] o al 15% de los activos totales de TPG [artículo 25, apartado 3, letra b), de los estatutos de TPG].

— El reparto de dividendos en acciones de la sociedad o con cargo a reservas (artículo 36 de los estatutos de KPN y TPG).

— La fusión o la escisión [artículo 47, apartado 2, letra a), de los estatutos de KPN y de TPG].

— La disolución de la sociedad [artículo 47, apartado 2, letra b), de los estatutos de KPN y de TPG].

— La modificación de los estatutos sociales [artículo 47, apartado 2, letra c), de los estatutos de KPN y de TPG] cuando afecte, en particular:

— al objeto social, siempre que se refiera a la ejecución de las concesiones o autorizaciones;

— al capital social y a los tipos de acciones de la sociedad, siempre que se trate de crear un nuevo tipo de acciones, cupones u otros derechos sociales con cargo a resultados o con cargo al patrimonio de la sociedad, o de cancelar la acción especial o las acciones preferentes de tipo B;

— a la transmisión de la acción especial, y

— a la modificación de los derechos asociados a la acción especial en virtud de los artículos 12, 13, 15, apartado 3, 25, apartado 3, 36 y 47, apartado 2, de los estatutos de KPN y de TPG, así como,

— en general, cualquier modificación que perjudique, lesione o menoscabe los derechos aparejados a la acción especial.

10 En virtud de los «Afspraken op Hooflijnen KPN en TPG» (acuerdos con KPN y TPG), el Estado neerlandés se comprometió, por un lado, a utilizar la acción especial que poseía en KPN únicamente si sus intereses como accionista importante lo requerían y, por otro lado, a utilizar la que poseía en TPG únicamente en esa misma hipótesis o si la protección del interés general inherente a la garantía del servicio postal universal lo requería. Dicho Estado se comprometió asimismo a no utilizar los derechos que le confieren esas acciones especiales para proteger a las sociedades interesadas contra un cambio de control no deseado.

11 Entre 1998 y el término del plazo señalado en el dictamen motivado, esto es, el 6 de abril de 2003, la participación ordinaria del Estado neerlandés fue reduciéndose progresivamente hasta aproximarse al 20% en KPN y al 35% en TPG.

12 Tras haber ofrecido al Reino de los Países Bajos la oportunidad de presentar sus observaciones, la Comisión dirigió a dicho Estado miembro, el 6 de febrero de 2003, dos dictámenes motivados en los que señalaba que las acciones especiales que poseía el Estado neerlandés en las sociedades KPN y TPG le parecían incompatibles con los artículos 56 CE, apartado 1, y 43 CE. La Comisión concedió a dicho Estado miembro un plazo de dos meses para adoptar las medidas necesarias para atenerse a lo dispuesto en los dictámenes motivados. No satisfecha por las respuestas que dio el Gobierno neerlandés en sus escritos de 28 de abril de 2003, la Comisión interpuso los presentes recursos.

13 Mediante auto del Presidente de la Sala Primera de 23 de noviembre de 2005, se decidió la acumulación de los asuntos C-282/04 y C-283/04 a efectos de la fase oral y de la sentencia.

**Los recursos**

14 En apoyo de cada uno de sus recursos, la Comisión formula dos imputaciones, basadas, sustancialmente, en la infracción de los artículos 56 CE, apartado 1, y 43 CE, por poseer el Reino de los Países Bajos en las sociedades KPN y TPG las dos acciones especiales controvertidas que le reservan derechos especiales de aprobación previa de determinadas decisiones de gestión de los órganos de ambas sociedades.

*Sobre las imputaciones basadas en la infracción del artículo 56 CE, apartado 1*

Alegaciones de las partes

15 La Comisión alega que las acciones especiales controvertidas constituyen obstáculos a la libre circulación de capitales en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1, y que los derechos especiales asociados a dichas acciones, aun en la medida en que éstas tengan por objeto la protección del interés general, son, en cualquier caso, desproporcionados.

16 El Gobierno neerlandés replica que dichas acciones no constituyen obstáculos a la libre circulación de capitales. Según él, no pueden calificarse como «medidas estatales» incluidas en el ámbito de aplicación del artículo 56 CE, apartado 1. Dicho Gobierno señala que, además, no influyen en la adquisición de acciones de las sociedades en cuestión, sino únicamente en determinadas decisiones relativas a la gestión de éstas. Sostiene que no pueden disuadir a los inversores de adquirir participaciones en dichas sociedades y, de hecho, no han desincentivado en absoluto las inversiones. Añade que, aunque se estableciese una relación entre las acciones especiales controvertidas y la decisión de invertir, esa relación sería tan aleatoria e indirecta que no podría considerarse que constituye un obstáculo a la libre circulación de capitales.

17 Con carácter subsidiario, dicho Gobierno alega que la acción especial que posee en TPG está justificada, en cualquier caso, por una razón imperiosa de interés general, a saber, la garantía del servicio postal universal.

Apreciación del Tribunal de Justicia

— Sobre la existencia de obstáculos

18 Debe señalarse que, según jurisprudencia reiterada, el artículo 56 CE, apartado 1, prohíbe de manera general las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros (véanse, en este sentido, en particular, las sentencias de 4 de junio de 2002, Comisión/Francia, C-483/99, Rec. p. I-4781, apartados 35 y 40, y de 13 de mayo de 2003, Comisión/Reino Unido, C-98/01, Rec. p. I-4641, apartados 38 y 43).

19 Al no existir en el Tratado CE una definición del concepto de «movimientos de capitales» en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1, el Tribunal de Justicia ha reconocido con anterioridad un valor indicativo a la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la aplicación del artículo 67 del Tratado (artículo derogado por el Tratado de Ámsterdam) (DO L 178, p. 5). Así pues, constituyen movimientos de capitales en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1, en particular, las inversiones directas en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones que confiera la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control (inversiones denominadas «directas») así como la adquisición de títulos en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, pero sin intención de influir en la gestión y el control de la empresa (inversiones denominadas «de cartera») (véanse, en este sentido, la sentencia de 16 de marzo de 1999, Trummer y Mayer, C-222/97, Rec. p. I-1661, apartado 21, y las sentencias, antes citadas, Comisión/Francia, apartados 36 y 37, y Comisión/Reino Unido, apartados 39 y 40).

20 En relación con estas dos formas de inversiones, el Tribunal de Justicia precisó que deben calificarse como «restricciones» en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1, las medidas nacionales que puedan impedir o limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas (véanse, en este sentido, en particular, las sentencias Comisión/Francia, antes citada, apartado 41; de 2 de junio de 2005, Comisión/Italia, C-174/04, Rec. p. I-4933,

apartados 30 y 31, y de 19 de enero de 2006, Bouanich, C-265/04, Rec. p. I-923, apartados 34 y 35).

21 En el caso de autos, procede declarar que las acciones especiales controvertidas constituyen restricciones a la libre circulación de capitales prevista en el artículo 56 CE, apartado 1.

22 En efecto, debe señalarse en primer lugar que la introducción de las acciones especiales controvertidas en los estatutos de KPN y de TPG es consecuencia de decisiones adoptadas por el Estado neerlandés con motivo de la privatización de ambas sociedades para asegurarse el mantenimiento de ciertos derechos estatutarios especiales. En tales circunstancias, contrariamente a lo que afirma el Gobierno neerlandés, dichas acciones deben calificarse como medidas estatales incluidas en el ámbito de aplicación del artículo 56 CE, apartado 1.

23 A continuación, hay que declarar que las acciones especiales controvertidas pueden disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de efectuar inversiones en KPN y TPG.

24 En efecto, en virtud de estas acciones especiales, una serie de decisiones de gestión muy importantes de los órganos de KPN y de TPG, relativas tanto a las actividades de ambas sociedades como a su propia estructura (en especial, las cuestiones de fusión, de escisión o de disolución), dependen de su aprobación previa por el Estado neerlandés. Así pues, como ha señalado acertadamente la Comisión, por una parte, dichas acciones especiales confieren al Estado neerlandés una influencia en la gestión de KPN y TPG que no está justificada por la magnitud de su inversión y que es sensiblemente superior a la que su participación ordinaria en dichas sociedades le permitiría normalmente ejercer. Por otra parte, dichas acciones limitan la influencia de los demás accionistas con relación a la importancia de su participación en KPN y TPG.

25 Además, estas acciones especiales únicamente pueden amortizarse con el acuerdo del Estado neerlandés.

26 Al supeditar decisiones de tal importancia a la aprobación previa del Estado neerlandés, limitando así la posibilidad de que los demás accionistas participen efectivamente en

la gestión de la sociedad de que se trate, la existencia de dichas acciones puede tener una influencia negativa en las inversiones directas.

27 Asimismo, las acciones especiales controvertidas pueden generar un efecto disuasorio sobre las inversiones de cartera en KPN y TPG. Una posible negativa del Estado neerlandés a aprobar una decisión importante, que los órganos de la sociedad de que se trate hayan presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, puede, en efecto, pesar sobre el valor (bursátil) de las acciones de dicha sociedad y, por lo tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones.

28 Así pues, el riesgo de que el Estado neerlandés ejerza sus prerrogativas para perseguir intereses que no concuerden con los intereses económicos de la sociedad de que se trate podría desincentivar las inversiones directas o de cartera en ésta.

29 Por último, procede señalar que, contrariamente a lo que afirma el Gobierno neerlandés, estos efectos restrictivos no son ni demasiado aleatorios ni demasiado indirectos para constituir un obstáculo a la libre circulación de capitales.

30 En efecto, no puede descartarse que, en determinadas circunstancias particulares, el Estado neerlandés ejerza sus derechos especiales para defender intereses generales, que pueden ser contrarios a los intereses económicos de la sociedad de que se trate. Las acciones especiales controvertidas entrañan, por lo tanto, el riesgo real de que dicho Estado bloquee decisiones que los órganos de tales sociedades hayan preconizado por responder a los intereses económicos de éstas.

31 Habida cuenta de lo anterior, las acciones especiales controvertidas constituyen restricciones en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1.

— Sobre la eventual justificación de los obstáculos

32 La libre circulación de capitales puede verse, no obstante, limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58 CE o por razones imperiosas de interés general (véase, en este sentido, la sentencia de 7 de septiembre de 2004, Manninen, C-319/02, Rec. p. I-7477, apartado 29), siempre que no existan disposiciones co-

munitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses (véase, en este sentido, en el contexto de la libre prestación de servicios, la sentencia de 15 de junio de 2006, Comisión/Francia, C-255/04, Rec. p. I-0000, apartado 43, y la jurisprudencia citada).

33 A falta de esta armonización comunitaria, corresponde en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel. Ahora bien, sólo pueden hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no vayan más allá de lo necesario para alcanzarlo (véase, en este sentido, la sentencia de 4 junio de 2002, Comisión/Bélgica, C-503/99, Rec. p. I-4809, apartado 45).

34 En el caso de autos, procede, por lo tanto, para apreciar el fundamento de las imputaciones formuladas por la Comisión, examinar si las acciones especiales controvertidas, que llevan aparejados derechos especiales de aprobación previa de determinadas decisiones de gestión de los órganos de KPN y de TPG, pueden estar justificadas por alguna de las razones contempladas en el apartado 32 de la presente sentencia y si tales medidas son proporcionadas a los objetivos perseguidos.

35 Por lo que se refiere a la acción especial que posee en KPN, el Gobierno neerlandés no invoca ningún objetivo de interés general que pueda servir de justificación.

36 En tales circunstancias, debe estimarse la primera imputación formulada en el asunto C-282/04, basada en la violación del artículo 56 CE, apartado 1.

37 En cuanto a la acción especial que posee en TPG, el Gobierno neerlandés alega que es necesaria para garantizar el servicio postal universal y, más concretamente, para proteger la solvencia y la continuidad de TPG, que es la única empresa de los Países Bajos que se encuentra actualmente en condiciones de garantizar ese servicio universal al nivel que exige la ley.

38 A este respecto, procede señalar que la garantía de un servicio de interés general, co-

mo el servicio postal universal, puede constituir una razón imperiosa de interés general que podría justificar un obstáculo a la libre circulación de capitales (véase, por analogía, la sentencia de 20 de junio de 2002, Radiosistemi, C-388/00 y C-429/00, Rec. p. I-5845, apartado 44).

39 No obstante, la acción especial de que se trata va más allá de lo necesario para salvaguardar la solvencia y la continuidad de la empresa que presta el servicio postal universal.

40 En efecto, como observó acertadamente el Abogado General en los puntos 38 y 39 de sus conclusiones, procede declarar, por una parte, que los derechos especiales del Estado neerlandés en TPG no se limitan a las actividades de ésta como empresa que presta el servicio postal universal. Por otra parte, el ejercicio de tales derechos especiales no se basa en ningún criterio preciso y no debe motivarse, lo que imposibilita por completo el control jurisdiccional efectivo.

41 Habida cuenta de todo lo anterior, la primera imputación formulada en el asunto C-283/04, basada en una infracción del artículo 56 CE, apartado 1, debe estimarse.

*Sobre las imputaciones basadas en la infracción del artículo 43 CE*

42 La Comisión solicita asimismo que se declare el incumplimiento por parte del Reino de los Países Bajos de las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 43 CE, relativo a la libertad de establecimiento, debido a que las acciones especiales controvertidas no sólo obstaculizan las inversiones directas y de cartera en KPN o en TPG, sino que también pueden dificultar la adquisición de participaciones de control en ambas sociedades, y por lo tanto, las inversiones que confieren una influencia real sobre la gestión y el control de éstas (véase, a este respecto, y en este mismo sentido, la sentencia de 5 de noviembre de 2002, Überseering, C-208/00, Rec. p. I-9919, apartado 77 y la jurisprudencia citada).

43 Como señaló el Abogado General en el punto 41 de sus conclusiones, en la medida en que las acciones especiales controvertidas originan restricciones a la libertad de establecimiento, dichas restricciones son consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales antes examinados, a los que

se encuentran indisociablemente ligadas. En consecuencia, una vez demostrada la vulneración del artículo 56 CE, apartado 1, no es necesario analizar separadamente las medidas controvertidas a la luz de las normas del Tratado relativas a la libertad de establecimiento (véase, en particular, la sentencia de 13 de mayo de 2003, Comisión/España, C-463/00, Rec. p. I-4581, apartado 86).

44 Habida cuenta de todo lo anterior, procede declarar que el Reino de los Países Bajos ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 56 CE, apartado 1, al mantener en los estatutos de Koninklijke KPN y de TPG determinadas disposiciones a cuyo tenor el capital de estas sociedades comprende una acción especial, propiedad del Estado neerlandés, que le confiere derechos especiales de aprobación de determinadas decisiones de gestión de los órganos de dichas sociedades, no circunscritos a los casos en que la intervención de ese Estado es necesaria por razones imperiosas de interés general reconocidas por el Tribunal de Justicia, y, en el caso de TPG, en particular, para garantizar el mantenimiento del servicio postal universal.

#### Costas

45 A tenor del artículo 69, apartado 2, del Reglamento de Procedimiento, la parte que

pierda el proceso será condenada en costas, si así lo hubiera solicitado la otra parte. Puesto que la Comisión ha solicitado la condena en costas del Reino de los Países Bajos y los motivos formulados por éste han sido desestimados, procede condenarlo en costas.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Primera) decide:

- 1) Declarar que el Reino de los Países Bajos ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud del artículo 56 CE, apartado 1, al mantener en los estatutos de Koninklijke KPN NV y de TPG NV determinadas disposiciones a cuyo tenor el capital de estas sociedades comprende una acción especial, propiedad del Estado neerlandés, que le confiere derechos especiales de aprobación de determinadas decisiones de gestión de los órganos de dichas sociedades, no circunscritos a los casos en que la intervención de ese Estado es necesaria por razones imperiosas de interés general reconocidas por el Tribunal de Justicia, y, en el caso de TPG NV, en particular, para garantizar el mantenimiento del servicio postal universal.
- 2) Condenar en costas al Reino de los Países Bajos.

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. EN TORNO A LA NOCIÓN DE “ACCIÓN DE ORO” (*GOLDEN SHARE*).
  1. Liberalización, desregulación y privatizaciones.
  2. El concepto de “acción de oro”.
    - A) Una concepción amplia de “acción de oro”.
    - B) El concepto estricto de “acción de oro”.
- III. RÉGIMEN DE LA “ACCIÓN DE ORO” EN EL DERECHO ESPAÑOL.
  1. La regulación jurídico-positiva.
  2. Jurisprudencia comunitaria relativa al sistema español de “acción de oro” (Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 13 de mayo de 2003, asunto C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España).

- IV. LA “ACCIÓN DE ORO” EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS EUROPEOS Y EN LA DOCTRINA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS.
- V. A MODO DE CONCLUSIÓN, CONSIDERACIONES SOBRE LA DOCTRINA DE LA SENTENCIA OBJETO DE COMENTARIO EN TORNO A LA “ACCIÓN DE ORO”.
- 

## I. INTRODUCCIÓN

La sentencia objeto de comentario, de fecha 28 de septiembre de 2006 y dictada por la Sala Primera del Alto Tribunal comunitario, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04<sup>(1)</sup>, culmina una importante jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en materia de “acciones de oro” (*golden shares*). Sin embargo esta resolución jurisdiccional, probablemente no sea la última del Alto Tribunal comunitario en la materia objeto de consideración, al estar vinculadas las *golden shares* a un persistente “patriotismo económico”<sup>(2)</sup>. Baste para ello con reparar tanto en la realidad económica que refleja el reciente editorial, “Bruselas recuerda las restricciones a las acciones de oro. Solbes duda de la legalidad del veto estatal en Endesa”, de uno de los diarios económicos más prestigioso de nuestro país<sup>(3)</sup>, como en la

---

(1) Comisión de las Comunidades Europeas contra Reino de los Países Bajos.

(2) Recogiendo el título del artículo de Tornabell, R., “Patriotismo económico”, *Expansión*, Lunes 14 de mayo de 2007, p. 48. Singular problemática plantean los denominados “fondo soberanos”. *Vid.* sobre el particular la “Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones. Un enfoque común en materia de fondos soberanos”, de 27 de febrero de 2008, COM (2008) 115 final.

(3) Se indica en el diario económico *Expansión* del sábado 21 de abril de 2007, p. 5, bajo el título enunciado, en una amplia y detenida referencia al informe de la CNE sobre la OPA de ACCIONA y ENEL ERNERGY EUUROPE S.r.l. sobre ENDESA, S.A., lo siguiente: “Pedro Solbes, ministro de Economía, dijo ayer en Bruselas que el ejecutivo español va a estudiar la legalidad de la propuesta de la Comisión Nacional de la Energía (CNE) para que el Estado recupere su poder de veto en Endesa” y que el Gobierno analizaría “la base jurídica de la recomendación y como argumenta la CNE esa posibilidad”. Añadiéndose en el indicado diario económico que: “la Comisión advirtió ayer a España que las acciones de oro (derecho de veto de los estados en empresas) están restringidas”, lo cual no hace sino abundar en la probabilidad de que el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas tenga que resolver en el futuro sobre nuevas acciones de oro. Continúa aquel diario económico destacando lo siguiente: “En todo caso, subrayó (refiriéndose al Ministro de economía), que la preocupación y la obligación del Gobierno es garantizar el abastecimiento energético en España: ‘Para eso hay que tomar las medidas necesarias’”.

El punto 5.1 de la Resolución de la Comisión Nacional de la Energía de 4 de julio de 2007, “sobre la solicitud de autorización ACCIONA, S. A. y ENEL ENERGY EUROPE, S. r. l., de fecha 3 de mayo de 2007 para la adquisición de acciones de ENDESA, S.A., que resulten de la liquidación de la OPA”,

legislación vigente, respecto de la que es suficiente con hacer referencia al artículo segundo de la Ley 12/2006<sup>(4)</sup>, por el que se modifica los apartados 6 de artículo 31 y 3 del art. 44 de la LMV, y al contenido de los arts. 1.º.4, 2.º, 3.º, 4 y 4.º.1 del Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo<sup>(5)</sup>.

Como es razonable la sentencia objeto de comentario no entra en la cuestión de la legitimidad de la intervención del Estado en la economía, admitiendo implícitamente

---

trata precisamente de “las *golden shares* como mecanismo proteccionista”, llevando a cabo un detenido estudio, más o menos cuestionable, sobre los “mecanismos de los Estados de la UE para proteger el interés general y para garantizar el suministro energético”, en los demás apartados del precitado punto 5. En su punto 7.3 se ocupa de la “compatibilidad con el Derecho comunitario del mecanismo de control *ex post* diseñado en la resolución de 26 de abril de 2007 de autorización de adquisición de participaciones en ENDESA por parte de ENEL. El punto 9 (NUEVE) de aquel acuerdo por el que se otorga la autorización solicitada, establece lo siguiente: “NUEVE.— Dentro de los diez días siguientes a la celebración de las Juntas de Accionistas o sesiones del Consejo de Administración de ENDESA, S. A., ENEL informará a esta comisión acerca de los puntos del orden del día tratados, los acuerdos adoptados, así como sobre el sentido y la motivación del voto de sus representantes en relación con aquellos puntos del orden del día que tuvieren por objeto asuntos que afecten, en los términos ya señalados (inversiones en actividades de gas y electricidad, tanto de transporte como de distribución, infraestructuras, etc.), al interés general o a la seguridad pública españoles. Con base en la información recibida, la CNE podrá, en el plazo de un mes desde la celebración de la Junta de Accionistas o sesión del Consejo de Administración, y previa audiencia de ENEL y de ENDESA, S. A., ordenar motivadamente la revocación de cualquier acuerdo para cuya aprobación haya sido necesario el apoyo de ENEL en cualquier fase del proceso de adopción del mismo, cuando estime que el mismo pueda tener un impacto negativo sobre el interés general o la seguridad pública españoles, de acuerdo con los criterios previstos en la función en cuyo ejercicio se adopta la presente Resolución y con la finalidad de prevenir riesgos adicionales puestos de manifiesto en el cuerpo de la misma, derivados del control y de los poderes especiales que ostenta el Gobierno de la República Italiana en el seno de ENEL”. En el punto 10 (DIEZ) del mismo acuerdo se establece la posibilidad de que la CNE proceda a la revocación de la autorización concedida si se dan determinadas circunstancias, entre otras “el incumplimiento reiterado de la condición NUEVE anterior”. A su vez se establece en el punto 11 (ONCE) que la condición NUEVE será “revisada” o, en su caso, quedará sin efecto. “cuando se verifique que se han suprimido las limitaciones de acceso al capital social de ENEL, así como los poderes especiales de intervención que actualmente ostenta el Gobierno de la República Italiana en el seno de dicha sociedad, y el Estado italiano carezca de la posibilidad de ejercer por cualquier otro medio el control efectivo de su gestión”. Aquellas condiciones se recogen asimismo en el punto IV.4.2 del “Folleto Explicativo y Anexos de la Oferta pública de adquisición de acciones de ENDESA S.A.” formulada por las citadas ACCIONA y ENEL, y registrado oficialmente por la CNMV con el num. 329, siendo destacable que en el modelo del anuncio de la oferta comunicado a la CNMV, por aquellas entidades, en su punto IV.4.2 únicamente se efectúa una alusión vaga a las facultades de la CNE.

(4) Por la que se modifica el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por Real decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(5) Por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

las formas tradicionales<sup>(6)</sup> sin cuestionar el principio de “neutralidad” del Tratado “en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir, como medios de producción”<sup>(7)</sup>, pues “el artículo 295 del Tratado prevé que el Tratado no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad en los Estados miembros”, limitándose a definir los límites que el Derecho comunitario impone a los Estados miembros cuando actúan en el mercado, esto es, como operadores del mercado, porque “esta forma de intervención, en contraste con las formas clásicas de intervención estatal, como la regulación o la propiedad estatal, constituye un intento de mantener un cierto control por parte del estado sobre un sector privatizado”<sup>(8)</sup>.

---

<sup>(6)</sup> Indican SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., “La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas”, *RDBB*, núm. 97, enero-marzo 2005, pp. 102-103 que aquéllas se concretan en “actividad reguladora (que) supone la creación de normas jurídicas que enmarcan dirigen o constriñen la actividad económica de los particulares (...). Actividad de fomento. A través de la actividad de fomento la Administración pública trata de estimular la realización de determinadas actividades por los sujetos privados, porque se consideran beneficiosas para la colectividad (...). Actividad pública empresarial. La administración realiza por sí misma una actividad empresarial de producción de bienes y servicios destinados a terceros. Se trata del supuesto de intervención más directa del sector público en la economía”; Según GALBRATITH J. K., *La economía del fraude inocente. La verdad de nuestro tiempo*, Crítica, Barcelona, 2004, en el Capítulo IV, que lleva el sugestivo título “El mito de los dos sectores”, p. 61, “es posible criticar el mito de los dos sectores y sus formidables consecuencias con cierta determinación y apremio (...). Ni en términos sociales ni políticos el mito puede considerarse un fraude inocente (...). En épocas recientes la intromisión en el llamado sector público por parte del sector privado se ha convertido en lugar común. Tras haber conquistado plena autoridad en la gran corporación moderna, era natural que la dirección ejecutiva extendiese sus tentáculos al ámbito político y gubernamental. En otros tiempos era el capitalismo el que se proyectaba sobre lo público, hoy la que lo hace es la dirección corporativa”.

<sup>(7)</sup> Conclusión 52, de las presentadas por el Abogado General, Sr. Ruiz-Jarabo Colomer, D., el 3 de julio de 2001, conjuntamente para los asuntos C-367/98 (Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Portuguesa), C-483/99 (Comisión de las Comunidades Europeas contra la República Francesa) y C-503/99 (Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de Bélgica). Resueltos por tres sentencias del Tribunal de Justicia de 4 de julio de 2002, dictadas en cada uno de aquellos asuntos. Fundamentando el principio de “neutralidad” del Tratado, aquel Abogado General, en las conclusiones 50-56 expone que el “texto fundador (con referencia a la propuesta del ministro francés de Asuntos Exteriores, Sr. Robert Schuman, el 9 de mayo de 1950, contenía ya —(...)— la reserva del artículo 295 CE (...). El artículo 83 del Tratado CECA recoge esta formulación al disponer que ‘el establecimiento de la comunidad no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad de las empresas sujetas a las disposiciones del presente Tratado’ (...). Del análisis de la gestación del precepto (aludiendo al artículo 295 CE), así como de su comparación con la disposición gemela del Tratado CECA, se deduce, con toda evidencia, que su objeto es declarar la neutralidad del Tratado en lo tocante a la titularidad de las empresas, entendidas en sentido económico, es decir como medios de producción (...). La expresión ‘régimen de propiedad’ del artículo 295 CE no remite al ordenamiento civil de las relaciones patrimoniales (...), sino al conjunto ideal de normas de todo tipo, tanto de origen jurídico-privado, como de derecho público, que son capaces de otorgar la titularidad económica de una empresa, es decir que permiten a quien la ostenta ejercer una influencia decisiva en la definición y en la ejecución de todos o algunos de sus objetivos económicos”.

<sup>(8)</sup> Conclusión 26, del correspondiente escrito presentado por el Abogado General, Sr. Poirares Maduro, el 6 de abril de 2006, en el asunto de la sentencia objeto de comentario.

La denominada “acción de oro” constituye un fenómeno íntimamente vinculado a la privatización de empresas públicas<sup>(9)</sup> (“la mejor empresa pública es la que no existe”<sup>(10)</sup>) y “el mercado suele castigar a las empresas que dependen de los gobiernos”<sup>(11)</sup>), al desarrollo del mercado común y la construcción de la Unión Europea, y que solamente puede entenderse en esa perspectiva<sup>(12)</sup>. Efectivamente, “las inversiones intra-comunitarias han adquirido una amplitud considerable en toda la Unión Europea y son muchos los sectores económicos que han experimentado este fenómeno. La creación del mercado único ha jugado, sin duda, un papel determinante en este sentido. Ante tal situación, algunos Estados miembros se han visto en la necesidad de adoptar diversas

<sup>(9)</sup> Fenómeno cercano, pero que no se identifica necesariamente con la privatización de la empresa pública, es el de los monopolios de carácter comercial, respecto de los cuales la necesidad de hacerlos compatibles con las libertades proclamadas en el Tratado CE también ha sido puesto de manifiesto por la jurisprudencia comunitaria. En este sentido el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, ha precisado en su sentencia (dictada en Gran Sala) de 31 de mayo de 2005, asunto C-438/02, (apartados 32,34, 35 y 36), que “del artículo 31 CE, apartado 1, párrafo primero, resulta que ésta disposición se aplica a los monopolios nacionales de carácter comercial. En virtud del artículo 31 CE, apartado primero, párrafo segundo, la citada disposición se aplica a cualquier organismo mediante el cual un Estado miembro, de *iure* o *de facto*, directa o indirectamente, controle, dirija o influya sensiblemente en las importaciones o las exportaciones entre los Estados miembros”, y más adelante que “el artículo 31 CE, apartado 1, si bien no exige la supresión total de los monopolios nacionales de carácter comercial, prescribe su adecuación de tal manera que quede asegurada la exclusión de toda discriminación entre los nacionales de los Estados miembros, respecto de las condiciones de abastecimiento y de mercado”, que “en efecto, el artículo 31 CE, apartado 1, tiene por objeto conciliar a posibilidad de que los Estados miembros mantengan determinados monopolios de carácter comercial, como instrumentos para el logro de objetivos de interés público, con las exigencias del establecimiento y del funcionamiento del mercado común. Pretende suprimir los obstáculos a la libre circulación de mercancías, con excepción, no obstante, de los efectos restrictivos sobre los intercambios que son inherentes a la existencia de los monopolios”, y que “así, por lo que respecta a los monopolios de ventas, el Tribunal de Justicia ha declarado que no se admiten monopolios organizados de modo tal que el comercio de mercancías procedentes de otros Estados miembros resulte desfavorecido, de hecho o de Derecho, en relación con el de las mercancías nacionales”.

<sup>(10)</sup> Afirmación del presidente de la CEOE, DÍAZ FERRÁN, G., recogida en *Expansión*, jueves 7 de junio de 2007, p. 34.

<sup>(11)</sup> Manifestaciones de ABRIL, L., en el seminario “Otro mundo es posible: el Liberalismo”, en los cursos de verano de la Universidad Complutense en el Escorial, según se recoge *Expansión*, viernes 20 de julio de 2007.

<sup>(12)</sup> Ciertamente “Europa es una realidad compleja, compuesta históricamente de elementos diversos: no resulta fácil ni la definición de Europa, ni la organización jurídico-política de la Unión existente o la que pueda alcanzarse en un futuro (...). La Europa de los próximos años no podemos entenderla ni definirla como Estado, como una Federación o como una Confederación. Debemos aplicarle, como siempre, una categoría original. Y en tanto llega el feliz hallazgo no podemos cerrar los ojos ante lo que es ya una realidad consolidada y tangible”, indica JIMÉNEZ DE PARGA, M., “No simplifiquemos a Europa”, *ABC*, martes 23/7/20002, p. 3 (La Tercera de ABC). Probablemente con fortuna se comenzó aquella construcción mediante la creación de un “mercado común”, por ello “hoy tenemos un gran mercado, una moneda respetada, unas instituciones y un gran ordenamiento jurídico”<sup>(12)</sup>, que ha desembocado en “una economía social de mercado altamente competitiva”<sup>(12)</sup> que requiere inexcusablemente de la “libre circulación de personas, servicios, mercancías y capitales y la libertad de establecimiento”, precisa VALCÁRCEL, D., “Votar el 20 de febrero”, *ABC*, lunes 7/2/2005, p. 3 (La Tercera de ABC).

medidas para seguir y, en algunos casos, controlar esta evolución trascendente”, algunas de aquellas medidas, adoptadas en el pasado, estaban ancladas en las legislaciones generales, como los textos reglamentarios relativos al control de cambios, a las sociedades anónimas, etc., en tanto que posteriormente se han venido adoptando otras, “en el marco de los programas de privatización acometidos a lo largo de los últimos años por diversos Estados miembros”, que han venido planteando “problemas de compatibilidad con la legislación comunitaria”, en particular con la libertad de movimientos de capitales y el derecho de establecimiento, perjudicando al funcionamiento del mercado único<sup>(13)</sup>.

Aun cuando el paso de una empresa del sector público al sector privado es una decisión de política económica, la cual, en tanto tal, es competencia exclusiva de los Estados miembros, en virtud del principio de neutralidad del Tratado respecto del régimen de la propiedad, imponer restricciones tanto en “adquisiciones de títulos nacionales” como en “inversiones directas”<sup>(14)</sup>, según la Comisión de las Comunidades Europeas contraría el Derecho comunitario<sup>(15)</sup>, en lo referente a la libre circulación de capitales, a la vez que el derecho de establecimiento, pues “paralelamente, la adquisición por parte de un inversor nacional de otro Estado miembro de la Unión Europea de participaciones de control en una empresa nacional, además de constituir una forma de movimiento de capitales, entra en el ámbito de aplicación de las disposiciones sobre el derecho de establecimiento”<sup>(16)</sup>. Consecuentemente aquella institución comunitaria ha

---

(13) Siguiendo la “Comunicación de la Comisión relativa a determinados aspectos jurídicos que afectan a las inversiones intracomunitarias”, (97/C 220/06).

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

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

(16) Indicando la Comisión, en su Comunicación 97/C 220/06, que “el artículo 52 del Tratado, que regula el derecho de establecimiento, dispone que ‘las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro serán suprimidas (...). La libertad de establecimiento comprenderá el acceso a (...) la constitución y gestión de empresas (...), en las condiciones fijadas por la legislación del país de establecimiento para sus propios nacionales’.

venido considerando que “la prohibición para los inversores nacionales de otro Estado miembro de adquirir acciones con derecho a voto de sociedades nacionales en una cantidad superior a un número preestablecido y la obligación de solicitar autorización para adquirir acciones que superen un determinado límite”, es contraria al Derecho comunitario. Añadiendo que dado que los procedimientos de autorización podrían utilizarse para impedir que los inversores interesados en realizar inversiones de cartera adquiriesen participaciones no mayoritarias por encima de los límites establecidos, tales medidas pueden considerarse restricciones a las inversiones de cartera.

Destacándose entre aquellas medidas, como indistintamente aplicables a todos los inversores, los procedimientos de autorización general a los que, por ejemplo, están sometidos todos los inversores (nacionales o de otro Estado miembro) que deseen adquirir una participación en una empresa nacional que supere determinado límite, así como el derecho conferido a las autoridades nacionales, en contradicción con el Derecho de sociedades, a vetar determinadas decisiones importantes de la empresa, a imponer, para ejercer tal derecho de veto, la designación de determinados consejeros, etc., y si bien se admitía por la indicada institución comunitaria que los procedimientos de autorización general podían considerarse compatibles con el Derecho comunitario, la misma institución comunitaria se cuidaba de señalar que ello sólo ocurriría si estaban “justificados por razones imperiosas de interés general” y respondían “a criterios objetivos, estables y públicos”, puesto que a falta de los mismos, concluía dicha institución comunitaria, “dichos procedimientos podrían utilizarse de manera que el control de la empresa en cuestión quedase en manos de los operadores nacionales”, y las libertades fundamentales reconocidas por el Tratado no podían “convertirse en ilusorias”<sup>(17)</sup> ni su ejercicio “someterse a la discrecionalidad de las autoridades administrativas, como ocurriría en el caso de un procedimiento de autorización”<sup>(18)</sup>.

---

Por consiguiente, los nacionales de otros Estados miembros de la Unión Europea deben tener el derecho de adquirir participaciones de control, ejercer íntegramente los correspondientes derechos de voto y gestionar empresas nacionales en las mismas condiciones que las establecidas por un determinado Estado miembro para sus propios ciudadanos (aplicación del principio de ‘trato nacional’ a los inversores nacionales de otro Estado miembro de la Unión Europea). El respeto del principio del ‘trato nacional’ prohíbe las discriminaciones tanto directas como indirectas. De este modo, quedan prohibidas, en virtud del artículo 52, no sólo las discriminaciones directas y explícitas por razones de nacionalidad de inversores nacionales de otros Estados miembros, sino también cualesquiera medidas nacionales que, por aplicación de otro tipo de criterios, pudiesen desembocar en el mismo resultado”.

<sup>(17)</sup> Recogiendo la doctrina ya sentada tempranamente por la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunitàes Europeas (en adelante, STJCE) de 31 de diciembre de 1984, *Luisi e Carbone* (asuntos acumulados C-286/82 y 26/83), de 23 de febrero de 1995, *Bordessa* (asuntos acumulados 358/93 y 416/93), así como más tarde en la sentencia 14 de diciembre de 1995, *Sanz de Lera* (asuntos acumulados C-163/94, C-165/94 y C-250/94), habiéndose estimado por el Alto Tribunal comunitario que el “margen de maniobra” que dejan estos procedimientos de autorización haría ilusoria esta libertad.

<sup>(18)</sup> Según se expone en la Comunicación 97/C 220/06.

Además los derechos conferidos a las autoridades nacionales para imponer su veto sobre determinadas decisiones importantes de la empresa, para que no perjudicasen o hiciesen menos atractivo el ejercicio de las libertades fundamentales garantizadas por el Tratado no deberían aplicarse de manera discriminatoria a los nacionales y a los ciudadanos de otros Estados miembros, debiendo estar justificadas por razones imperiosas de interés general y garantizar la realización del objetivo que perseguían, no pudiendo ir más allá de lo estrictamente necesario para alcanzarlo, según reiterada jurisprudencia comunitaria. Precisándose que la invocación del “interés nacional” como criterio básico para justificar algunas de estas medidas, no podría constituir una excusa admisible para no cumplir aquellos criterios, pues semejante concepto podía encubrir criterios tanto económicos como no económicos, lo cual, además de generar inseguridad jurídica, se mostraría en este contexto contrario al interés comunitario.

En esa consecuente “reordenación” del mercado europeo no ha sido uno de sus menores retos el proceso privatizador de las empresas públicas de los Estados miembros<sup>(19)</sup>. Siendo “la necesidad de asegurar la instauración de un régimen dirigido a tutelar las condiciones concurrenciales, lo que ha conducido a las instituciones comunitarias a estimular la privatización de las participaciones estatales en la economía”<sup>(20)</sup>, pero al propio tiempo la intensa intervención de las economías de algunos Estados miembros<sup>(21)</sup>, cuyas empresas privatizadas se encargaban de la prestación de servicios públicos u operaban en sectores estratégicos, determinó que creasen las “ac-

---

(19) Así indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, “Notas sobre al privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la ‘doctrina’ de la acción de oro”, *RDM*, núm. 259, enero-marzo 2006, p. 29, que “el proceso de privatización ha sido favorecido por la aplicación de la normativa en materia de concurrencia y ayudas de Estado a la empresa pública, con la consiguiente falta de viabilidad económica de muchas empresas y, sobre todo, por la incompatibilidad de algunas disciplinas nacionales con materia de monopolios con el objetivo de la integración de los mercados”. Proceso en el que puede considerarse un elemento fundamental. Bien entendido que “no debe existir discriminación injustificada entre empresas públicas y privadas a la hora de aplicar las normas sobre competencia”, precisa la Directiva 2006/111/CE de la comisión de 16 de noviembre, en su considerando 4.

(20) BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, *op. cit.*, pp. 24-25, que precisa en p. 25-26, que “inicialmente la privatización no viene exigida por el Derecho comunitario ya el artículo 295 TCE declara la neutralidad del Tratado respecto del régimen de la propiedad, pública o privada, vigente en los Estados miembros y con ello respecto de la composición de los correspondientes sectores públicos nacionales, se acepta la economía mixta. Es decir, se deja imprejujada la elección del régimen de propiedad de los bienes y de los medios de producción que, consecuentemente opera sin condicionamientos por parte del ordenamiento comunitario (...). De ello se deduce que en la Unión Europea los EEMM pueden ser y de hecho son empresarios, pero ya que tales participaciones pueden representar riesgos relevantes para el mantenimiento de las condiciones concurrenciales sobre el mercado, el Tratado sanciona la aplicación de la disciplina comunitaria antitrust tanto a las empresas privadas como a las empresas públicas, garantizando así una sustancial paridad de tratamiento a todos los operadores”.

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

ciones de oro”, en un intento de mantener, al menos transitoriamente<sup>(22)</sup> (pero que amenaza con encasillarse definitivamente<sup>(23)</sup>), el control de las mismas y no transferirlo al libre funcionamiento del mercado, con la excusa de la prevalencia de supuestos y difusos intereses generales-nacionales (realmente de concretos grupos empresariales), que podrían verse amenazados, sin tomar en consideración que la nueva regulación comunitaria<sup>(24)</sup> de la economía salvaba con ventaja y objetividad los reales y efectivos intereses generales.

## II. EN TORNO A LA NOCIÓN DE “ACCIÓN DE ORO” (*GOLDEN SHARE*)

La “acción de oro” surge al socaire de los procesos privatizadores en sentido estricto<sup>(25)</sup>. Esto es, cuando se produce “la traslación desde el sector público al privado de la titularidad, total o parcial, de la gestión de la actividad o de la competencia para ejercerla, y que se traduce en el resultado de transferir la propiedad y de control de la actividad”<sup>(26)</sup>, pero al propio tiempo se estime necesario “compatibilizar una opera-

---

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

(23) No puede olvidarse que la no ratificación por Francia y, miméticamente, por Holanda del “Tratado por el que se establece una Constitución para Europa”, y que ha determinado una delicada y problemática situación en el seno de la Unión Europea, al haberse afectivamente aprobado y ratificado por la mayoría de los demás Estados miembros, saldada con el remedo del Tratado de Lisboa tuvo su origen en el mantenimiento a ultranza de un acusado intervencionismo favorecedor de intereses y privilegios concretos.

(24) Sin alterar el principio de “neutralidad” del Tratado. En contra BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, pp. 29-30, en donde precisa que los condicionamientos impuestos por la normativa europea a la pervivencia de la empresa pública, “desmienten la neutralidad de Tratado, al menos tal y como se concibió por los fundadores de la Comunidad”.

(25) Según GARCÍA RUIZ, E., *La nueva sociedad anónima pública*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2006, p. 80, que precisa que aquella acepción debe distinguirse de otra “amplia que abarcaría toda actividad económica desarrollada por la Administración pública bajo el régimen de Derecho privado, responsabilizándose el Estado del suministro del bien público o servicio”. Sobre las diversas técnicas de privatización pp. 81-89.

(26) CRUZ FERRER, J., *Principios de regulación económica en la Unión Europea* Instituto de Estudios Económicos, Madrid 2002, p. 292 señala que se trata de “una técnica de privatización que se utiliza en aquellos supuestos en los que se estima necesario compatibilizar una operación de transferencias de una empresa pública a la esfera privada con la debida protección de los intereses nacionales”.

ción de transferencia de una empresa pública a la esfera privada con la debida protección de los intereses nacionales”<sup>(27)</sup>, y para ello se recurre por los Estados a alguno de los variados mecanismos que se identifican con la “acción de oro”.

### 1. Liberalización, desregulación y privatizaciones

La “acción de oro”, a diferencia de los procesos liberalizadores y desreguladores de los mercados, se refiere a empresas públicas o actividades empresariales determinadas<sup>(28)</sup>. Con ella se buscan concretos objetivos financieros y económicos<sup>(29)</sup>, habiéndose “aplicado de forma generalizada en todo el mundo en los últimos quince años, aunque las condiciones económicas, sociales y políticas de los países privatizadores no son comparables, ni por tanto, tampoco los motivos y objetivos que las impulsan”<sup>(30)</sup>. Si bien puede localizarse un elemento común en la pérdida de vigencia de determinadas ideologías<sup>(31)</sup>, la emergencia de nuevo y con inusitada fuerza del valor de “liber-

---

(27) Cruz Ferrer, J., *op. cit.*, p. 292.

(28) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 79, indica que “las políticas de privatización como instrumentos del nuevo orden económico exigen distinguir y delimitar, de una parte, los conceptos de liberalización y desregulación de los mercados, y de otra, la privatización de la actividad empresarial pública bajo formas empresariales jurídico-privadas. No parece, por tanto, acertado considerar a la desregulación dentro de las técnicas de privatización, ya que aquella tiene como finalidad liberalizar el mercado y se refiere a sectores económicos en general y no a una empresa pública o actividad empresarial determinada, que, en definitiva, es lo que se transfiere al sector privado mediante técnicas jurídico-mercantiles. Es decir, al sector privado no se transmiten sectores económicos que es lo desregulado, lo que se transmite, son empresas o actividades de participación pública”.

(29) En el contexto liberalizador de sectores económicos regulados administrativamente. Indica GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 78, “los procesos de privatización no son otra cosa que la búsqueda de un *magnament* eficiente para las mismas (empresas privatizadas) que cambie los esquemas organizativos y las estructuras de propiedad, a fin de mejorar la eficiencia en la gestión y en la producción, de reducir el déficit público y reforzar los mercados de valores promoviendo una participación accionarial más amplia. Definitivamente las empresas públicas dejan de ser instrumentos de las políticas de bienestar de los Estados, y se ven en términos puramente empresariales, bajo esquemas organizativos privados y por tanto mercantiles”, si bien, apostilla en p. 79, “la tríada desregulación-liberalización-privatización que se ha materializado en la práctica de la política económica, no significa, en teoría, que se tenga necesariamente que culminar con la transferencia al sector privado de empresas públicas como condicionante para alcanzar la libre competencia y la eficiencia de los mercados”; Precisa BUSTILLO SAIZ, M.<sup>ª</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 16, “el objetivo más generalmente perseguido con la privatización (ha) sido el de la reducción de gastos originados por pérdidas de empresas públicas deficitarias, y la realización de ingresos para la Hacienda Pública, buscando obtener una liquidez inmediata mediante la venta de activos patrimoniales públicos”.

(30) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 75.

(31) GARCÍA RUIZ, E. *op. cit.*, p. 75, considera que “las causas de política jurídica para privatizar hay que buscarlas en la crisis del modelo occidental del ‘estado de bienestar’. El descontento con el modelo tradicional de bienestar público surgió tras los cambios sociales, económicos y políticos sobrevenidos en la década de los setenta, cuando se produce un desajuste social debido a que los sistemas sociales de bienestar tienen que afrontar nuevas exigencias derivadas de los cambios demográficos, los

tad”, tras desdichadas y genocidas experiencias totalitarias, conllevó al decaimiento del modelo económico asociado a ellas y a la definitiva implantación del modelo de “economía de mercado”<sup>(32)</sup>, propiciado, además, por globalización económica<sup>(33)</sup>, ya plenamente predicable del ámbito financiero, que sanciona, sin disimulo, a las empresas y, consiguiente, economías, menos competitivas. En ese proceso, que muestra

---

nuevos modelos de vida familiar y las nuevas pautas laborales, que suponen un aumento del gasto en servicios de bienestar y producen un aumento real de los niveles impositivos, lo que somete a tensiones adicionales el compromiso de estos programas”; Indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 15, que “el proceso de privatizaciones se ha sostenido también por valoraciones de orden político e ideológico ya que revisa el papel del Estado en la actividad económica (...). En ese orden de ideas otro objetivo de la privatización ha sido el promover una participación accionarial más amplia aumentando el número de acciones del público, en unos casos como medio de ampliar y expandir los mercados de capitales, y en otros casos por motivaciones políticas como por ejemplo, la democratización de la propiedad —el llamado capitalismo popular— o electoralismo”.

(32) Indica GALBRAITH, J. K., *op. cit.*, p. 14., “siempre he topado con un error popular. Lo que predomina en la vida real no es la realidad, sino la moda del momento y el interés pecuniario. La confusión es tan irresistible que, (...), incluso ha afectado a la forma en que comúnmente se describe el sistema vigente. Cuando el capitalismo, el referente histórico, dejó de ser aceptable, el sistema fue rebautizado. El nuevo nombre resultó satisfactorio pero carecía de significado”, y más adelante, pp. 17-21, “el sistema económico común a los países económicamente avanzados del mundo y, con ciertos matices, a todos los demás (...) convierte en máximas autoridades económicas a quienes controlan las plantas y equipos industriales, la tierra y los recursos financieros más relevantes. Antes eran los propietarios quienes estaban al frente de sus compañías, pero hoy las empresas de cierta envergadura y dedicadas a actividades de elevados niveles de complejidad cuentan con una dirección profesional (...), son los directivos, y no los poseedores del capital, quienes detentan el verdadero poder en la empresa moderna”. Sobre el sistema de economía de mercado en pp. 18-19, señala que “no hay duda alguna sobre qué fue lo que motivó el cambio. El capitalismo surgió en Europa en la época mercantil con la manufactura, compra, venta y transporte de bienes y prestación de servicios. Después aparecieron los industriales, dotados del poder y prestigio otorgados por la propiedad directa o indirecta, y los trabajadores, víctimas de su indudable debilidad negociadora. La opresión fue el resultado de la ausencia de alternativas al trabajo duro y con frecuencia penoso. Marx y Engels, en algunos de los textos más influyentes de la historia, plantearon las posibilidades y promesas (...). En Europa la palabra ‘capitalismo’ afirmaba de modo demasiado estridente el poder de la propiedad y la magnitud de la opresión y sometimiento de los trabajadores; en este contexto la revolución no era algo imposible ni inverosímil. En Estados Unidos el término tenía connotaciones diferentes, pero igualmente negativas (...). A finales del siglo XIX, no eran sólo los trabajadores estadounidenses quienes albergaban una actitud hostil hacia el capitalismo, sino también el público en general, que se sentían en gran medida afectado por él (...). Lo que siguió fue una decidida búsqueda de un nombre alternativo que fuera satisfactorio (...). Fue así como se llegó finalmente a ‘sistema de mercado’, una designación más o menos culta que carecía de una historia adversa; De hecho una expresión que carecía por completo de historia”. Terminando por afirmar, en p. 24, que “hablar de un sistema de mercado (...), carece de sentido; es una fórmula errónea, insípida, complaciente”; “Estoy convencido que el sistema de economía de mercado es, como cualquier otra organización humana, intrínsecamente defectuoso”, afirma SOROS, G., *La crisis del capitalismo global*, Editorial Debate, Barcelona 1999, p. 61.

(33) Según BAREA, J., “La sanidad en un entrono competitivo”, *La Razón*, miércoles, 25 de abril de 2007, p. 32, que “en un mundo globalizado como el que ya estamos viviendo, las barreras comerciales que todavía subsisten irán desapareciendo. Siete grandes áreas económicas quedarán en el futuro: Estados Unidos de América, Unión Europea, China, Japón, India y Rusia y América del Sur. La competencia será muy fuerte”. El tema de la “globalización” es tan actual que mediante el Reglamento (CE) n.º 1927/2006 de 20 de diciembre, se ha creado un Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización, Sobre la globalización *vid.* FRIEDMAN, T., *La tierra es plana*, mr.ediciones, Madrid 2006.

aristas de urgente rectificación<sup>(34)</sup>, la ineficiencia económica de la empresa pública<sup>(35)</sup> supone un escollo de primera magnitud, por más que el intervencionismo estatal, so capa de una supuesta “garantía y realización del interés público”<sup>(36)</sup>, siga estando en el ánimo de los poderes públicos<sup>(37)</sup>.

Delimitada la privatización<sup>(38)</sup> respecto de liberalizaciones y desregulaciones, es preciso determinar que deba entenderse por su principal protagonista, la empresa pública. Al respecto se afirma que la corriente doctrinal sobre la empresa pública con fundamento en la normativa comunitaria “se basa principalmente en la conjunción de los tres elementos principales”, a saber “la diversificación de fórmulas organizativas utilizadas por las Administraciones, la prestación de bienes y servicios para el mercado y el control que ésta pueda ejercer sobre las mismas”<sup>(39)</sup>. En otra perspectiva puede afirmarse que “la distinción entre empresas públicas y privadas, no puede reposar en la mera composición del accionariado, sino que depende de la posibilidad que tenga el

---

(34) La diferencia es ya abismal entre países ricos y pobres, y cada vez más acentuada entre ricos y pobres dentro de los mismos “países ricos” o del primer mundo; *Vid.*, AA.VV. *La globalización económica y el Derecho del Trabajo* (García Murcia, J., coordinador), Gobierno del Principado de Asturias, Oviedo 2006; En todo caso, como criterio general, y específico para el modelo social europeo debe tomarse en consideración que “la protección social no puede considerarse aisladamente, sino integrada en el conjunto de la economía”, indica BAREA, J. *op. cit.*, p. 32.

(35) Como indicó ABRIL, L., en el seminario “Otro mundo es posible: el Liberalismo”, en los cursos de verano de la Universidad Complutense en el Escorial, recogidas en *Expansión*, vienes 20 de julio de 2007, “las empresas cuyo capital está, total o parcialmente, en manos de los Estados son menos eficientes que aquellas cuya estructura de la propiedad reside estrictamente en el sector privado. Aunque es cierto que, en ocasiones, una inversión pública en una determinada materia puede ser necesaria para lograr subsanar un problema determinado, el mercado suele castigar a las compañías que dependen de los gobiernos”.

(36) Como se indicaba en la exposición de motivos de la Derogada Ley 5/1995, de 23 de marzo.

(37) Sobre el tema basta con reparar en el poder de veto del Gobierno en Endesa, propuesto en el informe la CNE de 19 de abril de 2007, punto cuarto, en los siguientes términos: “La CNE entiende que el Gobierno español debería condicionar la autorización (para el ejercicio de los derechos políticos por parte de ENEL) a la implantación de un derecho de veto *ex-post* sobre decisiones en materias concretas que le permita proteger, en el ejercicio de sus responsabilidades, los intereses españoles relacionados con la actividad de ENDESA, S.A., cuando, de forma suficientemente motivada, y a la vista de la información recabada, éstos de pongan en riesgo por decisiones de ENEL”. En sentido semejante también en el acuerdo de la CNE de 26 de abril de 2007, punto seis, estableció que “con base a la información recibida, la CNE, podrá, en el plazo de un mes desde la celebración de la Junta General de Accionistas o sesión del Consejo de Administración, y previa audiencia de ENEL (...) y ENDESA, S. A., ordenar motivadamente la revocación de cualquier acuerdo para cuya aprobación haya sido necesario el voto de los representantes de dicha sociedad, cuando estime que el mismo puede tener un impacto negativo sobre el interés general o la seguridad pública españoles”.

(38) Sobre las privatizaciones existe un llamativo interés general, que se pone de manifiesto en noticias como la recogida, por ejemplo en *Expansión* del jueves 28 de junio de 2007, p. 8.

(39) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 62.

Estado de imponer determinados objetivos de política económica, distintos de la búsqueda del máximo beneficio que caracteriza a la actividad privada”<sup>(40)</sup>.

Nuestro ordenamiento nos ofrece un concepto de empresa pública coherente con aquella noción comunitaria, superando la caótica situación precedente<sup>(41)</sup>. Según el art. 2 de la Ley 4/2007, de 3 de abril, se considera empresa pública “cualquier empresa en la que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen”<sup>(42)</sup>. No obstante la pertinencia de semejante noción requiere solventar una aparente paradoja. Efectivamente si la empresa pública se define esencialmente porque el Estado u otros poderes públicos, pueden ejercer, directa o indirectamente, una “influencia dominante sobre la misma, por el sistema que fuera (“propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen”), y la “acción de oro” posibilita esa “influencia dominante”, la empresa privatizada seguirá siendo una empresa pública. Pero al propio tiempo también ha de afirmarse que se trata de una empresa privada (privatizada), con lo que, a la postre, se incide en una patente contradicción, no meramente aparente o nominal sino sustancial.

La cuestión se resuelve si tenemos en cuenta que los poderes y facultades que la “acción de oro” reserva al Estado u otros poderes públicos, no son determinantes de

<sup>(40)</sup> Conclusión 55 de las presentadas, conjuntamente, por el Abogado General, Sr. Ruiz-Jarabo Colomer, D., el 3 de julio de 2001, en los asuntos C-367/98, C-483/99 y C-503/99.

<sup>(41)</sup> Un estudio completo puede verse en García Ruiz, E., *op. cit.*, pp. 30-74, especialmente p. 47.

<sup>(42)</sup> Repitiendo la definición contenida en el art. 2.b) de la Directiva 2006/111/ de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006, a cuyo contenido adapta nuestro ordenamiento. Noción que es válida al tenor de aquella Ley tanto en el ámbito de la Administración General del Estado, como en el ámbito autonómico y local. “En especial”, dice la Ley, “se considerarán empresas públicas las entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 166 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, que según esta última norma son las siguientes: a) Las entidades públicas empresariales, a las que se refiere el capítulo III del título III de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y funcionamiento de la administración General del Estado; b) Las entidades de Derecho público vinculadas a la Administración General del Estado o a sus organismos públicos cuyos ingresos provengan, al menos en un 50%, de operaciones realizadas en el mercado; c) Las sociedades mercantiles estatales, entendiéndose por tales aquéllas en las que la participación, directa o indirecta, en su capital social de las entidades que, conforme a lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General Presupuestaria, integran el sector público estatal, sea superior al 50%. Para la determinación de este porcentaje, se sumarán las participaciones correspondientes a las entidades integradas en el sector público estatal, en el caso de que en el capital social participen varias de ellas; d) Las sociedades mercantiles que, sin tener la naturaleza de sociedades mercantiles estatales, se encuentren en el supuesto previsto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, respecto de la Administración General del Estado o sus organismos públicos; Según la Directiva mencionada [artículo 2.b), segundo apartado] se presumirá que hay influencia dominante cuando, en relación con una empresa, el Estado u otras administraciones territoriales, (directa o indirectamente): i) posean la mayoría del capital suscrito de la empresa, o, ii) dispongan de la mayoría de los votos correspondientes a las participaciones emitidas por la empresa, o, iii) puedan designar a la mitad de los miembros del órgano de administración, de dirección o de vigilancia de la empresa”.

una “influencia dominante”<sup>(43)</sup>, en sentido propio, estricto, sino en sentido vulgar, en cuanto que están constreñidos por su ejercicio con una finalidad determinada, en “garantía del interés público presente en la actividad de esa empresa”<sup>(44)</sup>, únicamente si son ejercidos al margen de esa finalidad específica existiría una “influencia dominante” desvinculada del “interés público específico que justifica la acción de oro”<sup>(45)</sup>, y en tal caso habría que concluir que el proceso de privatización había sido sólo aparente y que aquella empresa continuaba siendo una empresa pública y el mecanismo utilizado no podría ya ser considerado como una “acción de oro”, sino como un simple mecanismo, de más que dudosa legalidad, para establecer una influencia dominante<sup>(46)</sup>. Precisamente semejante problemática se planteó en relación con la regulación en su momento existente, sobre la “acción de oro” en el Derecho español<sup>(47)</sup>.

No se oculta que la delimitación anterior puede plantear una aguda problemática cuando se consideran empresarios polisocietarios o los grupos de empresas, habida cuenta de las cuestiones que surgen en la relación de dominación-dependencia para configurar la noción misma de grupo. No obstante habida cuenta de que en la regulación de la “acción de oro” en nuestro sistema no se incluían los grupos como tales, ni se destacaba el “interés grupal”, considerándose únicamente sus miembros, al quedar incluidas en el campo de aplicación de “las entidades de naturaleza mercantil que

---

(43) Extremo en el que conviene recordar el contenido del artículo 42 del Código de Comercio.

(44) En términos de la Ley 5/1995.

(45) No obstante las controversias surgidas respecto de su delimitación en el entorno de las privatizaciones, sobre el particular, *vid.* GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 97, Nota 166. El criterio del “interés público” es nuclear al efecto pretendido. Al respecto indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, *op. cit.*, pp. 50-51, “la acción de oro está presidida por el interés público a la continuidad/calidad del servicio público prestado y, por consiguiente, por el interés supraindividual y colectivo del usuario. Además si a primera vista la acción de oro parece obstaculizar la concurrencia, su correcto ejercicio puede impedir que la privatización de un monopolio natural se reduzca a una simple transferencia de controles desde el sector público a un monopolio privado, protegiendo así el interés público a la libertad de los mercados y a la pluralidad de los actores económicos, o bien el interés a la realización de la liberalización de los mercados ‘protegidos’, que beneficia la calidad y la economicidad de las prestaciones ofrecidas. Cuando la empresa privatizada presta servicios esenciales, se garantiza a los poderes públicos una capacidad de intervención en la vida de la entidad para evitar que la aplicación de criterios de gestión guiados exclusivamente por la maximización del beneficio económico pueda tener alguna contraindicación para los intereses de todos los ciudadanos”.

(46) Indica GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 100, que la consecuencia del sistema instaurado por la Ley 5/1995 “es la coexistencia de tantos regímenes jurídicos como grupos de SAP hay, puesto que encontramos SAP cuyo concepto de propiedad pública seguirá, en base al régimen general de mayoría de capital público (art. 166 LPAP), mientras que el régimen de las SAP privatizadas bajo el régimen de la Ley 5/1995 seguirá el de la influencia dominante. Se forma así un conjunto de SAP caracterizadas por quedar sometidas a un régimen jurídico privado especial debido al objeto social al que se dedican y a la naturaleza pública de su socio de referencia durante el proceso de privatización, que las sitúa a veces en una encrucijada legal no siempre bien coordinada ni suficientemente motivada”.

(47) *Vid.* GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p.114.

formasen parte de un grupo”, parece válido el concepto utilizado <sup>(48)</sup>, sin que proceda entrar en semejante polémica.

## 2. El concepto de “acción de oro”

La noción misma de “acción de oro” es confusa, pudiéndose diferenciar entre un concepto amplio o impropio y otro estricto o propio, habiéndose precisado que su contenido puede ser variado, suponiendo la utilización de alguno de los siguientes mecanismos: a) “Necesidad de autorización administrativa, previa o posterior, para que se puedan efectuar determinadas modificaciones en la composición del capital social de la empresa privatizada, con el fin de controlar esa estructura accionarial y la sociedad” <sup>(49)</sup>; b) “Necesidad de autorización administrativa, previa o posterior, para que se puedan llevar a cabo ciertas decisiones de gestión de la empresa, tales como el cambio de objeto social, escisión, disolución, transmisión de determinados activos, etc.” <sup>(50)</sup>; c) “Atribución al Estado de derechos políticos especiales o exorbitantes (...) como socio, cuando continúa participando en el capital de la sociedad. Se puede, por ejemplo atribuir a la Administración un derecho a nombrar algún miembro del órgano de administración, otorgar más derechos de voto de los que derivan de su participación, etc.” <sup>(51)</sup>; d) La constitución o propiciación de “núcleos estables” o “núcleos duros”, “es decir de grupos de accionistas generalmente nacionales —inversores elegidos *intuitu personae*—, a quienes se reservan paquetes accionariales que garantizan el control de la sociedad y que se comprometen a no ceder la participación antes de cierto tiempo y, simultáneamente, dan al gobierno garantías sobre la gestión de la sociedad” <sup>(52)</sup>.

---

<sup>(48)</sup> Según el artículo 1.2, segunda parte de la Ley 5/1995, en la redacción dada por la disposición vigésima quinta, punto Uno, de la Ley 62/2003, de 30 de septiembre, quedaban incluidas en su campo de aplicación, las entidades de naturaleza mercantil que formasen parte de un grupo, determinado conforme al artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el que cualquiera de las entidades contenidas en el apartado 1 anterior tuviese una posición dominante, y “en ellas concurra cualquiera de las circunstancias” a las que se refería el propio artículo 1 para quedar incluidas en su campo de aplicación subjetivo.

<sup>(49)</sup> SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.*, p. 108. En este sentido debe destacarse que el art. 58.1 de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, estableció que el Consejo de Ministros en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de aquella Ley, debía proceder a la “constitución de una sociedad de las previstas en el artículo 6.1.a) del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por Real Decreto legislativo 1091/1988, y en la disposición adicional duodécima de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, con la denominación de Sociedad Estatal Correos y Telégrafos, Sociedad Anónima, cuyo capital social pertenecerá íntegramente a la Administración del Estado”, y en su segundo apartado que “cualquier acto de disposición sobre el capital social o de adquisición, directa o indirecta, de participaciones sociales de la sociedad por personas o entidades ajenas a la Administración del Estado exigirá autorización a través de norma con rango de ley”.

<sup>(50)</sup> SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.*, p. 108.

<sup>(51)</sup> SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.*, p. 108.

<sup>(52)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 41.

En cualquiera de sus manifestaciones la “acción de oro” ha planteado la cuestión de su compatibilidad con el derecho de propiedad y con la libertad de empresa<sup>(53)</sup>, en el primer sentido en cuanto puede constituir una velada expropiación del núcleo mis-

---

(53) Teniendo en cuenta que “el margen de libertad de que goza el empresario en el marco de una economía liberal se ha reducido por razón de la protección de intereses colectivos de diversa índole, y que la progresiva incorporación de finalidades sociales relacionadas con el uso o aprovechamiento de los distintos tipos de bienes sobre los que el derecho de propiedad puede recaer ha producido una diversificación de la institución dominical en una pluralidad de figuras o situaciones jurídicas reguladas con un significado y alcance diversos. De ahí que se venga reconociendo con general aceptación doctrinal y jurisprudencial la flexibilidad o plasticidad actual del dominio, que se manifiesta en la existencia de diferentes tipos de propiedades dotadas de estatutos jurídicos diversos, de acuerdo con la naturaleza de los bienes sobre los que cada derecho de propiedad recae. La Constitución, en suma, no ha recogido una concepción abstracta del derecho de propiedad como mero ámbito subjetivo de libre disposición o señorío sobre el bien objeto del dominio reservado a su titular, sometido únicamente en su ejercicio a las limitaciones generales que las leyes impongan para salvaguardar los legítimos derechos o intereses de terceros o del interés general. Y ello hasta el extremo de que, no sólo la utilidad individual, sino también la función social, definen inescindiblemente el contenido del derecho de propiedad sobre cada categoría o tipo de bienes” (SSTC 37/1987, de 26 de marzo y 281/2005, de 7 de noviembre); *Vid.* PIPES, R., *Propiedad y libertad. Dos conceptos inseparables a lo largo de la historia*, Turner. Fondo de Cultura Económica, Madrid 2002; Considerando también que el art. 38 CE “se halla en directa conexión con los arts. 128 y 131, en relación con los cuales debe ser interpretado” (SSTC 37/1981 de 16 de noviembre y 111/1983 de 2 de diciembre), añadiendo que en el precitado art. 38 CE, predomina “el carácter de garantía institucional” (SSTC 83/1984 de 24 de julio, y 123/1991 de 3 de junio), y que al ser la economía de mercado el marco obligado de la libertad de empresa (STC 88/1986), de un lado “viene a establecer los límites dentro de los que necesariamente han de moverse los poderes constituidos al adoptar medidas que incidan sobre el sistema económico de nuestra sociedad” (...). Pero de otro lado, el art. 38 CE puede justificar las actuaciones de los poderes públicos encaminadas a la ordenación del mercado, mediante medidas dirigidas a “evitar aquellas prácticas que puedan afectar o dañar seriamente un elemento tan decisivo en la economía de mercado como es la concurrencia entre empresas”; por lo que la defensa de la competencia (STC 88/1986 de 1 de julio), aparece así “como una necesaria defensa, y no como una restricción, de la libertad de empresa y de la economía de mercado, que se verían amenazadas por el juego incontrolado de las tendencias naturales de éste”. Afirmando la jurisprudencia constitucional que “en el art. 38 (no) se reconoce el derecho a acometer cualquier empresa, sino sólo el de iniciar y sostener en libertad la actividad empresarial”, jurisprudencia que concluye: “Se desprende con claridad tanto un límite negativo como otro positivo del derecho de libertad de empresa; constituyendo el segundo, (...) ‘el de iniciar y sostener en libertad la actividad empresarial’. De manera que si la Constitución garantiza el inicio y el mantenimiento de la actividad empresarial ‘en libertad’, ello entraña en el marco de una economía de mercado, donde este derecho opera como garantía institucional, el reconocimiento a los particulares de una libertad de decisión no sólo para crear empresas y, por tanto, para actuar en el mercado, sino también para establecer los propios objetivos de la empresa y dirigir y planificar su actividad en atención a sus recursos y a las condiciones del propio mercado. Actividad empresarial que, por fundamentarse en una libertad constitucionalmente garantizada, ha de ejercerse en condiciones de igualdad pero también, de otra parte, con plena sujeción a la normativa sobre ordenación del mercado y de la actividad económica general” (STC 225/1993, de 8 de julio). Según indica la citada STC 225/1993, “conviene recordar que es la propia Constitución, en el mismo precepto (art. 38 CE), la que condiciona el ejercicio de esa libertad a ‘las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación’. Se constata de este modo, (...), la inexistencia en el Derecho constitucional contemporáneo de derechos absolutos y prevalentes frente a otros derechos fundamentales o de rango constitucional. Pero, además, en un Estado social y democrático de Derecho, como el que proclama el art. 1 de la

mo del derecho de propiedad al posibilitar la exclusión o limitación substancial las facultades de disposición sobre la propia empresa del conjunto de los socios, y de cada uno de éstos sobre sus participaciones e indirectamente al poder afectar al valor de éstas y a su rendimiento económico, en el segundo sentido en cuanto puede afectar al libre ejercicio de la actividad empresarial y a la libre competencia. Añadiéndose a todo ello que ciertamente el ejercicio de las facultades atribuidas por la “acción de oro”, tiene un “riesgo de contaminación política”<sup>(54)</sup> que se contrapone a los intereses nacionales estratégicos a proteger<sup>(55)</sup> o al “interés público a la continuidad/calidad del servicio prestado”<sup>(56)</sup> que constituyen su razón existencial, y puede producir graves interferencias en el correcto funcionamiento de los mercados de valores, con grave daño para la economía financiera<sup>(57)</sup>. En definitiva se trata de una “forma de intervención”, que, “en contraste con las formas clásicas de intervención estatal, como la regulación o la propiedad estatal, constituye un intento de mantener un cierto control por parte del Estado sobre un sector económico privatizado”<sup>(58)</sup>, que puede interferir en el correcto funcionamiento del sistema de economía de mercado.

Ciertamente “el Tratado autoriza a los Estados miembros a mantener la propiedad pública de determinadas empresas. Sin embargo, no les autoriza a restringir selectivamente el acceso de los operadores del mercado a determinados sectores económicos una vez que dichos sectores han sido privatizados (pues) si el Estado pudiese lícitamente mantener especiales formas de control del mercado en las empresas privatiza-

---

Constitución, es lícitamente posible para el legislador la introducción de límites y restricciones al ejercicio de derechos de contenido patrimonial, como son los de propiedad y libertad de empresa, por razones derivadas de su función social (STC 111/1983, de 2 de diciembre). En este sentido, la libertad de empresa, junto a su dimensión subjetiva, tiene otra objetiva e institucional, en cuanto elemento de un determinado sistema económico, y se ejerce dentro de un marco general configurado por las reglas, tanto estatales como autonómicas, que ordenan la economía de mercado”.

<sup>(54)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 53

<sup>(55)</sup> Por ejemplo, “garantizar el abastecimiento energético en España”, según manifestaciones del ministro Solbes recogidas en *Expansión* de 21 de abril de 2007, p. 5; Materia en la que conviene no olvidar las últimas manifestaciones de los Comisarios competentes en el seno de la Comisión de las Comunidades Europeas.

<sup>(56)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 50.

<sup>(57)</sup> Pues el buen funcionamiento de los mercados de valores, y la confianza del público en esos mercados son cruciales para crecimiento económico, el incremento de la riqueza, la creación de empleo. Indica ENTRENA RUIZ, D., *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thonsom-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, p. 32, que “con vistas a la financiación de las actividades empresariales, cuanto más dinero depositen los ahorradores en los mercados de valores, más satisfactoriamente cumplirán su cometido. Hay sin embargo una condición *sine qua non* para que esto se cumpla: que los inversores confíen en el correcto funcionamiento del mercado de valores”.

<sup>(58)</sup> Precisa el Abogado General Sr. M Poiares Maduro, en la conclusión 26 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, resueltos por la sentencia que se comenta.

das, podría fácilmente frustrar la aplicación de las normas sobre libre circulación permitiendo solamente un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio a los sectores sustanciales del mercado nacional”<sup>(59)</sup>.

A) *Una concepción amplia de “acción de oro”*

En su sentido más amplio aquella expresión “acción de oro” refiere “unos regímenes que someten a autorización o a aprobación administrativas determinadas clases de actuaciones con incidencia en la existencia, el objeto social o la estructura accionarial de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica”<sup>(60)</sup>, o que “están vinculadas a la prestación de servicios públicos”<sup>(61)</sup>. Aquella noción amplia puede tacharse de también de impropia<sup>(62)</sup>, por cuanto se trata de un cúmulo de “facultades especiales, que adoptan diversas formas (expedientes de autorización administrativa, acciones privilegiadas, nombramiento de miembros de los órganos sociales, etc.) y presentan distintos contenidos (poder de oposición a la entrada en el capital, derechos de intervención en la gestión de los activos, etc.)”<sup>(63)</sup>, no estando vinculadas a la necesaria titularidad de acciones, ni a que éstas en su caso, tengan la consideración de especiales o privilegiadas<sup>(64)</sup>. Se trata, según esta noción amplia, de un conjunto de prerrogativas que se contradicen con la finalidad inherente a las privati-

---

<sup>(59)</sup> Indica el Abogado General Sr. M Poiares Maduro, en la conclusión 29 de las presentadas el 6 de abril de 2006, en los asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04, resueltos por la sentencia objeto de comentario.

<sup>(60)</sup> Concreta el Abogado General, Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en la Introducción a sus conclusiones presentadas el 6 de febrero de 2003, en los asuntos acumulados C-433/00 y C-98/01, en sentido prácticamente idéntico ya se había pronunciado el mismo Abogado General, en sus conclusiones presentadas el 3 de julio de 2001, apartado Introducción, en los asuntos acumulados C-367/98, C-483/99 y C-503/99, entendiéndose que se trata de “regímenes nacionales que reservan al ejecutivo determinadas prerrogativas de intervención en la estructura accionarial y en la gestión de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica”; La cuestión de la forma y naturaleza jurídica de la “empresa” no se precisa en la Ley 5/1995 que se refería únicamente a la empresa pública, bien que deba considerarse, como precisa GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 99-100, que “esa norma (con referencia a la Ley 5/1995), a pesar de referirse de forma generalizada a la empresa pública, tiene una clara vocación societaria, dada la naturaleza de los actos sometidos a autorización administrativa, introduciendo modificaciones en el régimen general de anónimas que regula los derechos que la acción reconoce a su titular. Sobre todo en orden a la adopción de determinados acuerdos sociales y la transmisión del capital”.

<sup>(61)</sup> Según BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 10, la expresión acción de oro “identifica prerrogativas estatales que permiten intervenir en la estructura de empresas que operan en sectores estratégicos o están vinculadas a la prestación de servicios públicos, con independencia del juego de mayorías de capital”.

<sup>(62)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 10.

<sup>(63)</sup> Precisa el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, en sus conclusiones presentadas el 3 de julio de 2001, apartado Introducción, en los asuntos acumulados C-367/98, C-483/99 y C-503/99.

<sup>(64)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 9.

zaciones<sup>(65)</sup> y “distorsionan el ordenamiento interno de la sociedad según deriva de la disciplina general de las sociedades”<sup>(66)</sup>, permitiendo, mediante estas distorsiones del sistema de economía de mercado, “mantener bajo control nacional empresas estratégicas o de utilidad pública a pesar de su privatización” y “limitando las inversiones intracomunitarias a través del veto o la limitación de la presencia de otros accionistas”<sup>(67)</sup>.

Aquel conjunto de técnicas jurídico-públicas o administrativas de intervención, en puridad, son “ajenas al Derecho de sociedades, al resultar de derechos otorgados al poder público incompatibles con el régimen general de sociedades”<sup>(68)</sup>, que se han tachado de “impropias de un sistema económico de mercado”<sup>(69)</sup>, y que han desembocado, a la postre, en la determinación de un conjunto de sociedades de difícil calificación, “ni públicas ni privadas”<sup>(70)</sup>. Cuyo régimen singular genera inseguridad jurídica y perturba el funcionamiento del sistema económico.

B) El concepto estricto de “acción de oro”.

En sentido propio o estricto la “acción de oro” consiste en una acción especial y privilegiada derivada de “transformar mediante una norma incluida en los estatutos —o establecida legal o reglamentariamente— una acción ordinaria de la sociedad que se privatiza en acción especial o *golden share*. Esta acción, que tras la privatización queda en manos del Gobierno, lleva aparejados unos derechos especiales que hacen imprescindible el consentimiento de su titular para que la entidad pueda adoptar válidamente determinadas decisiones que se consideran relevantes para los intereses nacionales”<sup>(71)</sup>, por lo que su admisibilidad a la luz de nuestro ordenamiento parece más que dudosa, por más que resulte factible a la luz de otros ordenamientos. Cuando se trata de la constitución de “núcleos duros” de accionistas que funcionan concertada-

<sup>(65)</sup> Según BUSTILLO SAIZ, M.<sup>ª</sup> del Mar, *op. cit.*, pp. 11-12. “configuración, técnico-jurídica de estas prerrogativas difiere en los distintos ordenamientos, pero, sustancialmente en todos los casos se advierte un choque o al menos la aparente contradicción en que se encuentran estos mecanismos que permiten una injerencia estatal en la vida de la sociedad o en la voluntad de los interesados con la filosofía de la privatización, ya que la privatización no supone sino la aplicación a los servicios públicos de los principios jurídicos del mercado, es decir un cambio de técnica para prestarlos”.

<sup>(66)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>ª</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 12, que añade “ya que afectan al núcleo esencial del derecho de propiedad por incidir en los derechos políticos de los accionistas, que no pueden decidir libremente sobre aspectos relevantes de su gestión, y (relativos) a la transmisibilidad de las acciones”; También GARCÍA SAIZ, E., *op. cit.*, pp. 99-100.

<sup>(67)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>ª</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 11.

<sup>(68)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 192.

<sup>(69)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 192.

<sup>(70)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 192.

<sup>(71)</sup> CRUZ FERRER, J., *op. cit.*, p. 292.

mente y conforme a determinados pactos o acuerdos con el Estado, en puridad no se está ante acciones de oro, sino ante otra técnica de control societario.

Así pues, la “acción de oro” o *gole den share*, considerada en sentido estricto, supone una ruptura o desviación fundamental del principio “una acción-un voto”<sup>(72)</sup>, y “la ruptura de uno de los principios fundamentales del derecho de sociedades y de los valores mobiliarios como es la igualdad entre los accionistas, limitando profundamente el derecho de propiedad por su incidencia sobre los derechos políticos de los accionistas y sobre la limitación sobre la transmisibilidad de los títulos representativos del

---

(72) Por más que se trate de un principio que tenga su lugar natural en otros ámbitos de la economía financiera, como el de las OPAs, resultando especialmente controvertida a raíz del Informe Winter, *Report of the high level group of company law experts on a moder regulatory framework for company law in Europe*, de 4 de noviembre de 2002, especialmente capítulo III.1.a, p. 52, y capítulo VI.6, pp. 109-110; Directiva 2004/25 de 21 de abril, art. 5 y arts. 60.ter y 60.quáter LMV, según nueva la redacción de su Capítulo V del Título IV, efectuada por la Ley 6/1007 de 12 de abril. Sobre la ruptura de aquel principio por las acciones de oro *vid.* FERRARINI, G., “Una ‘azione-un voto’: ¿un principio europeo?”, *RDS* año 51/2006, fascículo 1, p. 55; Indica SÁNCHEZ CALERO, F., “Disposiciones generales, (artículos 1.º a 6.º), en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (Sánchez Calero, F., dir.), t. I, (*Disposiciones Generales, Fundación de la Sociedad y Aportaciones*), Edersa, Madrid, 1997, pp. 30-31, que “la nota capitalista de la sociedad anónima aflora precisamente porque a los efectos de la posición jurídica del socio dentro de la sociedad lo relevante es el número de acciones que posea respecto del total de ellas que forman el capital social, de manera que éste es el necesario punto de referencia de la participación de los socios en la sociedad”, y más adelante que, “esta correspondencia entre la división del capital social en acciones y la división de los derechos por referencia a las acciones poseídas por el socio debe ser matizada desde tres puntos de vista. En primer lugar, porque si bien existen derechos proporcionales al capital suscrito (...) otros son proporcionales al capital desembolsado. En segundo lugar, porque existe la posibilidad de emitir acciones sin voto, como una clase *ope legis* que, pudiendo tener un valor nominal idéntico al de las acciones ordinarias, conceden los derechos con un diverso alcance (...). Por último, porque se reconoce a los estatutos de la sociedad anónima la facultad de autorregular los contenidos de los derechos de las diversas clases de acciones e incluso establecer privilegios, con ciertos límites (arts. 49 y 50)”, y que “no puede admitirse la separación entre los derechos del socio y la titularidad de una o más acciones, o dicho más claramente, son inescindibles en la sociedad anónima la condición de socio y de accionista”. “La consagración expresa del principio mayoritario en el art. 93 LSA cierra la posibilidad a cualquier tipo de cláusula que los desvirtúe, pues se entiende que la ley de la mayoría es consustancial con la SA”, afirma VIERA GONZÁLEZ, A. J., *Las sociedades de capital cerradas (Un problema de relaciones entre los tipos SA y SRL)*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002, p. 232; Cabe recordar que la RDGRN de 15 de abril de 1991 estima que la atribución a cada socio de un derecho de veto “contraría abiertamente un principio básico de la organización y funcionamiento de la sociedad anónima, cual es el de la adopción de sus acuerdos por mayoría”; Aun cuando en nuestro ordenamiento se admite la posibilidad de acciones privilegiadas, precisan SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, V. I, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, p. 402 que “si bien la Ley establece la igualdad de derechos entre las acciones de la misma clase, consiente en la creación de acciones de clases diversas. La existencia de diversas clases de acciones permite la distinción entre acciones ordinarias y privilegiadas” y que “la L. S. A. califica como acciones privilegiadas a las acciones ‘que confieren algún privilegio frente a las ordinarias’, y exige que tal privilegio, referido a algún derecho que conforme la condición jurídica de socio, figure en los estatutos sociales”, afirman además, p. 410, que la Ley establece “una norma de carácter prohibitivo que trata de limitar los privilegios, que afectan al derecho de voto en el sentido de que no puede alterarse, de forma directa o indirecta, ‘la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto (art. 50.2)’, si bien admiten ciertas modificaciones a ese principio general”.

capital social y, en particular, la libertad de empresa ya que los socios carecen de los poderes de decisión más relevantes” (73).

Aquellas dos nociones de la “acción de oro” envuelven dos concepciones señaladamente diferentes pues mientras una se mantiene en el ámbito del derecho de sociedades la otra lo extrabasa. Efectivamente si se considera la noción más estricta, se está haciendo referencia a supuestos y posibilidades de control societario previstos, con más o menos laxitud, en las diferentes legislaciones mercantiles nacionales europeas, sin embargo que “el socio público no sea titular de ninguna acción de la sociedad es una situación desconocida por la legislación societaria. En estos casos la sociedad deja de cumplir uno de los presupuestos exigidos por la propia Ley, y además la legislación mercantil no parece que prevea esa posibilidad” (74). Si bien se advierte que “las diferentes formas en que los Estados han caracterizado a la “acción de oro” son meramente nominales, ya que incluso en los Estados que pretenden atribuirle un régimen privado, éste tiene características que hace pensar que lo que encierra es una potestad administrativa” (75).

En este último supuesto se alude a la posibilidad de justificar la posición dominante en la sociedad privatizada por parte del Estado “aplicando el concepto de grupo” (76), que si bien, no obstante, se reconoce que podría resolver determinados supuestos dejaría otros huérfanos de explicación razonable. También se hace referencia, fuera ya del contexto de la legislación societaria, a que se trata de la aplicación de “un acto de autoridad” (77), esto es, a que realmente se trata de la configuración de la “acción de oro” “como una potestad administrativa de intervención en la actividad económica” (78).

La conformación de la “acción de oro” según la noción más amplia o más estricta, determina que las consecuencias en relación con la validez y eficacia, de las pertinentes decisiones o acuerdos de la empresa privatizada no sean idénticas. Efectivamente, cuando la “acción de oro” hace referencia a un conjunto de potestades estatales entonces la propia norma jurídica reguladora de la “acción de oro” puede establecer las consecuencias para aquellos acuerdos o actos societarios que no observen o contraven-

---

(73) BUSTILLO SAIZ, M.<sup>3</sup> del Mar, *op. cit.*, p. 47, que en p. 46 desca lo siguiente: “los principios del derecho societario quieren que las acciones confieran a sus poseedores iguales derechos, que las decisiones que afecten a la vida y extinción de la sociedad se tomen por mayoría de los socios en junta general y que la gestión de la empresa social se confíe a los administradores”. Destaca SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, p. 38, “la junta general de las sociedades de capitales constituye, conforme a la doctrina tradicional, el órgano soberano de la sociedad”.

(74) GARCÍA RUIZ, E. E., *op. cit.*, p. 103.

(75) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y Hernández, V., *op. cit.*, p.. 110.

(76) GARCÍA RUIZ, E. E., *op. cit.*, p.. 103.

(77) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 103.

(78) SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y Hernández, V., *op. cit.*, p. 108.

gan las autorizaciones administrativas u otros requisitos requeridos y en ella establecidos.

En tales supuestos y habida cuenta de la importancia de los intereses que se pretenden salvaguardar o proteger respecto del correspondiente acuerdo, decisión o actuación, para aquellas contravenciones de falta de autorizaciones o de otros requisitos, suele prevenirse expresamente su nulidad radical o absoluta. Incluso para cuando la norma reguladora no prevenga expresamente las consecuencias de aquella falta de autorización, requisitos o contravención de lo dispuesto en ella, la vinculación de la “acción de oro” a objetivos y necesidades de carácter estratégico, a la tutela de los intereses generales o a la preservación de la regular prestación de un servicio público, será determinante de que los actos que la contradigan adolezcan de un vicio determinante de su nulidad absoluta. Todo ello sin perjuicio de deber o tenerse, en su caso, que seguirse un determinado trámite jurisdiccional de impugnación.

Sin embargo cuando la “acción de oro” se concibe en su sentido estricto. Esto es, como una “acción” singularmente privilegiada, en aquellos sistemas jurídico-societarios que admiten tal posibilidad, entonces parece que la contravención de los mencionados privilegios no tendrá consecuencias tan drásticas, dejando que sea en definitiva el Estado en cuanto que “propietario de la acción de oro”, quien evalúe el alcance del acuerdo o actuación societaria y actúe, en su caso, sus privilegios.

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

La opción de los Estados como detentadores, más o menos legítimos, del poder político, por una u otra concepción de la “acción de oro” o *golden share*, debe considerarse desde una perspectiva de evolución de las ideologías que han marcado el devenir en el último siglo de los acontecimientos (sociales, políticos, económicos y bélicos). Esto es, desde las actuales tendencias a la progresiva moderación del intervencionismo estatal en la economía, que acompasado en buena medida por la globalización financiera, determina que no es inocente, aleatoria ni arbitraria la utilización de un modelo más o menos intervencionista del Estado en la economía.

En el marco de los sistemas de economía social de mercado, propios de los Estados occidentales, la afirmación del valor de libertad y demás derechos y libertades fundamentales, ha determinado una importante desideologización de los postulados económicos, y la opción por uno u otro concepto de “acción de oro” o *golden share*, viene en definitiva impuesto por consideraciones pragmáticas de desarrollo social y económico, siendo determinantes de que a la hora actual en el contexto de la cultura jurídica occidental la participación accionarial del poder público, bien que mediante “acciones de oro”, sea la tónica dominante, en la medida y con los privilegios (“accio-

nes privilegiadas” o “especiales”) que el sistema jurídico-societario admita. Consecuentemente el propietario de la acción, aunque titular de “poder (político) público”, ha de actuar en su condición de socio o accionista, ejercitando las acciones que el ordenamiento jurídico le atribuye, en tal condición, para la impugnación de los acuerdos y actos societarios.

### III. RÉGIMEN DE LA “ACCIÓN DE ORO” EN EL DERECHO ESPAÑOL

No obstante la línea evolutiva indicada en los apartados anteriores, un supuesto típico de la “acción de oro” como un conjunto de potestades o prerrogativas derivadas directas e inmediatamente de la Ley, pretendidamente respetuosas con “la menor intervención pública compatible con el aseguramiento del interés público”, fue establecido en nuestro sistema mediante la Ley 5/1995, de 23 de marzo<sup>(79)</sup>, con una profusa normativa de aplicación y desarrollo<sup>(80)</sup>. Efectivamente según esa norma el Estado no necesitaba mantener la condición de accionista de las empresas (sociedades) públicas privatizadas para poder interferir en su funcionamiento ordinario<sup>(81)</sup>.

Aquella norma legal que fue modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, habida cuenta del contenido de la STJCE de 13 de mayo de 2003, dictada en el asunto C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España, pasán-

<sup>(79)</sup> Se precisaba en la exposición de motivos de la indicada Ley, que “el mecanismo alternativo de protección del interés público, necesario como sustitutivo de la propiedad de capital social, es de índole jurídico-pública: la sujeción a un régimen de autorización administrativa previa de determinados acuerdos y actos relacionados con las correspondientes entidades mercantiles, con la finalidad de garantizar la continuidad empresarial que demande la prestación del servicio cumplido por la empresa (...). La regulación del aludido régimen responde por entero a la idea de la menor intervención pública compatible con el aseguramiento del interés público”. De ahí, se indicaba en la propia Ley, que la misma entrada en juego de dicho régimen dependiese de la actualización de una operación de venta de la participación pública —en uno o varios actos de enajenación— de entidad suficiente como para producir la inidoneidad de la mera condición de propietario para salvaguardar el referido interés público, y que el control administrativo se redujese a concretos tipos de actos o acuerdos especialmente relevantes para la continuidad empresarial, que se acotaban en la Ley, sin perjuicio de su necesaria ulterior delimitación mediante Real Decreto que estableciera el régimen de autorización administrativa previa, antes de cada operación de enajenación, así como la expresa previsión de la posibilidad de la supresión, total o parcial, del expresado régimen en cuanto se modificasen las razones de interés público que lo sustentaban.

<sup>(80)</sup> Disposición adicional vigésima sexta de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre. Reglamento 1525/1995, de 15 de septiembre y Reales Decretos de aplicación núms. 552/1998, de 2 de abril, 3/1996, de 15 de enero, 8/1997, de 10 de enero, 40/1998, de 16 de enero, 552/1998, de 2 de abril (modificado por Real Decreto 67/20000), 929/1998, de 14 de mayo, 482/1999, de 18 de marzo y 343/2001, de 4 de abril.

<sup>(81)</sup> Afirma GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, pp. 189-190, que “tras la pérdida de la mayoría del capital público sin ninguna acción especial, no puede hablarse de la existencia de un socio minoritario privilegiado, ya que la salida del capital público de la sociedad le impide seguir llamándose accionista. La actuación es éstas SAP no puede ser más que como Administración Pública que ejerce una influencia dominante en la sociedad, sin poderse apoyar, como hasta ahora, en el régimen de anónimas. Se ha preferido abandonar la posibilidad de establecer un régimen especial para determinadas sociedades dentro del régimen general de anónimas y se ha optado por interferir la actuación de la administración en el funcionamiento ordinario de determinadas sociedades, lo que es de difícil acomodo en el conjunto de los principios que configuran a la sociedad anónima”.

dose del sistema de “autorización previa” al de notificación *a posteriori*, no obstante lo cual ciertamente el sistema español seguía desajustado a las exigencias del Derecho comunitario<sup>(82)</sup>, por ello la Comisión Europea en la carta de emplazamiento dirigida al Gobierno español el día 7 de julio de 2004, insistió en que la reformada Ley 5/1995 seguía sin resultar conforme con el Derecho comunitario, emitiendo dictamen motivado el 5 de julio de 2005, en el cual reiteraba<sup>(83)</sup>, la obligación del Reino de España de dar cumplida ejecución a la ya referida STJCE de 13 de mayo de 2003, so pena la imposición de las pertinentes sanciones.

El carácter esencialmente temporal de aquella regulación sobre la “acción de oro”<sup>(84)</sup>, unido al contenido de la STJCE de 13 de mayo de 2003, determinaron que se derogase toda aquella legislación, que claramente conculcaba el Derecho comunitario. Lo que se llevó a cabo por la Ley 13/2006, de 26 de mayo. Abrogación normativa oportuna tanto por las contradicciones que conllevaba<sup>(85)</sup> la normativa derogada, como por la doctrina jurisprudencial comunitaria respecto de la “acción de oro”<sup>(86)</sup>, así como por otras razones que la propia norma derogatoria explicitaba en su exposición de motivos<sup>(87)</sup>. Mediante aquella derogación de la Ley 5/1995 por la Ley 13/2006, se pretendió no sólo superar de manera definitiva las dificultades surgidas en orden a la adaptación de la normativa española al Derecho comunitario, sino también dar la solución que un análisis objetivo y realista de la situación mostraba como más adecuada, que pasaba por desactivar el sistema de controles públicos que, hasta entonces, se aplicaba a las operaciones objeto de aquella legislación y que, por tanto, había devenido innecesaria. No obstante la falta de vigencia de aquella normativa, dada la trascen-

---

(82) Se indica en la exposición de motivos de la Ley 13/2006.

(83) Precisa LIÑÁN, P., *op. cit.*, p. 47, que la modificación operada por la Ley 62/2003 en la Ley 5/1995, no solamente “no produce una modificación sustancial”, sino que “en determinados aspectos (...) endurece el régimen al ampliar el plazo de la Administración para oponerse a las decisiones o transacciones de las compañías privatizadas”.

(84) Disposiciones transitorias primera a quinta de la Ley 5/1995, introducidas por la disposición vigésima quinta de la Ley 62/2003; *Vid.* BUSTILLO SAIZ, M.<sup>ª</sup> del Mar, *op. cit.*, (I), pp. 51-52.

(85) Indica GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 101 que “el análisis sistemático de la misma (Ley 5/1995) pone de relieve una cierta contradicción entre la letra de la Ley y su espíritu. Ya que la intención declarada del legislador de garantizar la continuidad empresarial que demanda la prestación del servicio cumplido por la empresa, con la menor alteración posible para nuestro ordenamiento jurídico privado, parece contradecirse con el texto articulado de la misma Ley”, también en pp. 102-114.

(86) Además debe tener en cuenta que, como precisó el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer en la conclusión 29 de las presentadas el 3 de julio de 2001, en los asuntos C-376/98, C-483/99 y C-503/99, “un incumplimiento de Estado no deja de serlo porque la normativa comunitaria infringida produzca efectos directos y prevalentes en el orden jurídico del Estado”.

(87) Así, a semejantes consideraciones añadía el legislador español que había sido “más que razonable” el período de vigencia de la Ley 5/1995, considerando que la estabilidad de las empresas objeto de aquella norma estaba asegurada y no se apreciaban riesgos significativos para el regular desarrollo de sus actividades, por todo ello le pareció obligado “cuestionar la necesidad de mantener la vigencia” de aquel régimen dado que “su finalidad”, había quedado “ya suficientemente cumplida”.

dencia que tuvo para el sistema económico y societario español, el constante repunte en nuestro ordenamiento de regulaciones en buena medida comparables a la misma y manifestaciones recientes, claramente intervencionistas, de autoridades políticas nacionales comunitarias e incluso de Comisarios europeos, conviene hacer una breve, pero cumplida, referencia a la periclitada regulación, así como a la doctrina contenida en la STJCE de 13 de mayo de 2003 antes citada.

### 1. La regulación jurídico-positiva

Mediante la indicada Ley 5/1995 se atribuían especiales derechos y facultades de intervención al Estado, que interferían en el régimen de anónimas y en los derechos de los accionistas, “impuestos extrasocialmente mediante un acto de *imperium*”<sup>(88)</sup>. En el momento de la aprobación de la indicada norma ya era pacífico que del artículo 128 de nuestra Constitución no podía pretenderse derivar la exigencia de una Ley para que el Estado pudiese privatizar empresas públicas<sup>(89)</sup>, viniendo únicamente requerida para cuando se pretendiese reservar al sector público recursos o servicios esenciales especialmente en caso de monopolio, “pero no para lo contrario, es decir para privatizar”<sup>(90)</sup>. Aquella falta de exigencia constitucional, unida a la habilitación legal que ya tenía el Gobierno para proceder a la venta de sus participaciones en las empresas públicas, se consideraba suficiente para que pudiera enajenarlas<sup>(91)</sup>.

No obstante la aceleración del proceso privatizador<sup>(92)</sup>, afectando a empresas públicas que actuaban en sectores estratégicos o que prestaban servicios públicos, determinó, que a semejanza de otros Estados europeos, se optase por recurrir a la

---

<sup>(88)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 191, que precisa, en pp. 190-191, lo siguiente: “La norma administrativa introduce especialidades en el régimen general de las anónimas en dos direcciones (...), de una parte modifica el régimen general previsto en la LSA para tomar acuerdos sociales al introducir un derecho de veto que permite dejar sin efecto determinados aspectos de especial trascendencia, derogando de esta forma el principio de órgano soberano de la Junta general (...). De otra parte se interfiere en el principio de la libre autonomía de la voluntad de los socios al aplicar esa técnica de control a la composición del accionariado (...). Por último, la norma administrativa grava el régimen sancionatorio societario con un sistema externo de sanción que se aplicará a acuerdos societarios que contradicen normas no societarias”.

<sup>(89)</sup> STS de 14 de octubre de 1999.

<sup>(90)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 93.

<sup>(91)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 93; *Vid. Expansión* del jueves 28 de junio de 2007, p. 8, en la que se indica “el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha admitido la posibilidad de que la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales venda sus participaciones en Endesa e Iberia”.

<sup>(92)</sup> Siendo especialmente significativo a partir del Acuerdo del Consejo de Ministros de 20 de septiembre de 1996, referido al “Programa de modernización del Sector Público Empresarial del Estado”.

“acción de oro”, instrumentándose por la referida Ley 5/1995<sup>(93)</sup>. Mediante tal norma se permitía<sup>(94)</sup> “colocar todo el capital de la sociedad en el mercado sin necesidad de reservar al Estado un paquete de control y, simultáneamente, proteger sectores estratégicos o prever amenazas de desmantelamiento o tomas de control indeseadas por parte fundamentalmente de sujetos externos”<sup>(95)</sup>, pretendiéndose así “salvaguardar el interés nacional, una forma de defensa del “efecto sede”, protegiendo a la sociedad hasta que (estuviese) plenamente implantada en el sector privado”<sup>(96)</sup>.

Aquella Ley afectaba a las empresas públicas (sociedades anónimas estatales) que contasen con una determinada participación del Estado. Esto es, que contasen con una participación directa o indirecta<sup>(97)</sup> del Estado en su capital superior 25% del capital social, que estuviesen además controladas por el socio estatal “mediante cualquiera de los medios establecidos en la legislación mercantil” aplicable<sup>(98)</sup>, y en las

---

(93) Como se indicaba en su exposición de motivos, “la racionalización del sector público, en el marco de la Constitución y del Derecho comunitario Europeo, constituye un objetivo, que puede requerir de una política de enajenaciones de las participaciones estatales, directas o indirectas, en entidades mercantiles. Cuando, desde el punto de vista del interés público la presencia pública en dichas entidades se explica exclusivamente en la habilitación constitucional para la iniciativa económica, la ejecución de dicha política no presenta problemas jurídicos relevantes. No sucede lo mismo cuando se trata de empresas en las que la participación pública constituye una forma específica de garantía y realización de un preciso interés público. Porque, en este caso, se plantearía inmediatamente el problema de la garantía suficiente del interés público, hasta entonces no exigida por encontrarse cubierta por la propiedad pública, total o parcial, de la correspondiente empresa. Esta Ley persigue justamente resolver el problema expuesto, facilitando así la máxima extensión potencial de la redefinición, en favor del sector y la actividad privados, de la dimensión del sector público y la presencia pública en empresas. De ahí justamente la determinación de su ámbito de aplicación, basada esencialmente en los dos criterios de la importancia de la participación estatal y de la relevancia para el interés público de la actividad social de la empresa en que se concrete la operación de enajenación”.

(94) En términos de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, disposición adicional vigésima quinta, por la que se modificó la Ley 5/1995. Según se establecía en el Real Decreto 1525/1995 la entidad mercantil estaba controlada por el socio estatal cuando éste se encontrase, respecto de aquélla, en alguna de las circunstancias previstas en el artículo 4 LMV.

(95) BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 42.

(96) BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 42.

(97) Teniendo la consideración de participación indirecta en la sociedad sometida al régimen de notificación la que se realizase mediante cualquier sociedad en cuyo capital participase en más de un 10 por ciento, según modificación introducida por Ley 62/2003, de 30 de diciembre.

(98) Quedando incluidas en su ámbito de aplicación: a) “Las entidades de naturaleza mercantil que (...) cuenten con una participación directa o indirecta del Estado en su capital social superior al 25 por 100 de éste y estén controladas por el socio estatal por cualquiera de los medios establecidos en la legislación mercantil que resulte aplicable; b) Las entidades de naturaleza mercantil que formen parte de un grupo, determinado conforme al artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el que cualquiera de las entidades (anteriormente aludidas) tenga una posición dominante, siempre que en aquéllas concurra cualquiera de las circunstancias (referidas en la propia Ley respecto de las anteriores)”.

que concurriesen las siguientes circunstancias: a) Prestar servicios esenciales o servicios públicos formalmente declarados como tales; b) Desarrollar actividades sujetas por ley y por razones de interés público a un específico régimen administrativo de control, especialmente de los sujetos que las realicen; c) Estar exenta total o parcialmente de la libre competencia en los términos del artículo 86 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea.

Mediante la Ley 5/1995 se estableció en régimen de “autorización administrativa previa”<sup>(99)</sup>, que no tenía “cabida en la teoría general de los derechos del accionista”, y que otorgaba “a los poderes públicos derechos especiales, en orden, de una parte, a controlar la estructura accionarial de la sociedad, exigiendo la previa autorización administrativa para la adquisición de un paquete de acciones que (representase) un 10 por 100 del capital social (...) y, de otra, estableciendo un derecho de veto, si no (hubiere) mediado previa autorización administrativa, sobre determinados acuerdos esenciales de las SAP”<sup>(100)</sup>. Semejante régimen legal suponía una excepción del status ordinario de las entidades mercantiles conducente “de suyo a un especial régimen de validez de (...) actos y acuerdos sociales” determinados que incidía en una actividad de régimen jurídico-privado de contenido económico, por lo que en la regulación del procedimiento se procuraba “limitar al mínimo la inevitable perturbación de la misma”, y tenía “como presupuesto una reducción de la participación del socio estatal en el capital, social de la entidad, de cuantía suficiente como para producir la inidoneidad de la mera condición de propietario para salvaguardar el interés público”<sup>(101)</sup>, requiriendo su previa implantación en un sector o empresas públicas concretas, esto es, se establecería “mediante Real Decreto acordado en Consejo de Ministros, a propuesta

---

<sup>(99)</sup> Afirma GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 191.

<sup>(100)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 189, que, precisa en p. 191, que “no tienen carácter contractual, ni son introducidos en los estatutos sociales mediante modificación de los mismos por acuerdo entre los socios”. Las siglas SAP se corresponden con Sociedad Anónima Pública.

<sup>(101)</sup> BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 42. El régimen de autorización administrativa previa definido en la indicada Ley 5/1995, era aplicable cuando la participación pública del socio estatal en las entidades ya referidas se encontrase en alguno de los supuestos siguientes: 1) Cuando en un solo acto o en actos sucesivos sea objeto de enajenación, de forma que se reduzca en un porcentaje igual o superior a un 10 por 100 del capital social y siempre que la participación directa o indirecta del Estado en dicho capital quede por debajo del 50 por 100; 2. Cuando como consecuencia directa o indirecta de cualquier acto o negocio quede reducida a un porcentaje inferior al 15 por 100 del capital social”.

del Ministro competente por razón de la materia y previo dictamen del Consejo de Estado<sup>(102)</sup>, y sometido a un determinado procedimiento administrativo<sup>(103)</sup>.

Efectivamente, “integrar en el régimen jurídico de anónimas un sistema de control externo del capital social y de veto de ciertos acuerdos sociales, (llevaba) a hablar, necesariamente, de un régimen jurídico excepcional para estas SAP que (iba) más allá

---

(102) Aquel Real Decreto por el que se estableciera el régimen de autorización, primero, de notificación, más tarde, según la modificación introducida por la Ley 62/2003, debía ser acordado en Consejo de Ministros, a propuesta del Ministro competente por razón de la materia y previo dictamen del Consejo de Estado, debiendo estar en vigor con anterioridad a la realización de los actos de disposición recogidos en el artículo 2 y determinando: a) Su ámbito subjetivo de aplicación; b) Los actos de disposición concretos que quedaban sujetos a notificación; c) El órgano competente para dictar la correspondiente resolución; d) El plazo de vigencia. Excepto en un determinado caso para modificar o suprimir el régimen de la autorización administrativa debían observarse la misma tramitación legal. Su desarrollo se contemplaba en los artículos 4 y ss. del Real Decreto 1525/1995. En la hoja abierta a la entidad sujeta al régimen de autorización se inscribiría el contenido dispositivo del Real Decreto citado. Siendo título bastante para inscribir, instancia suscrita por el representante de la sociedad sujeta al régimen de autorización o instancia remitida por el Subsecretario del Ministerio competente por razón de la materia, por la que se requiriera al Registrador mercantil para la consagración del régimen de autorización, con indicación de su contenido y la fecha de publicación del correspondiente Real Decreto en el Boletín Oficial del Estado, suspendiéndose la inscripción de los actos y acuerdos sociales inscribibles sujetos a autorización si previamente no se acreditaba aquella, según precisaba la disposición adicional única del Real Decreto 1525/1995.

(103) Inicialmente la norma establecía que el órgano competente para otorgar la autorización administrativa debía resolver sobre las solicitudes que se le dirijan en el plazo máximo de un mes, teniendo el silencio administrativo efecto positivo. Tras la reforma de la Ley 5/1995 por la Ley 62/2003, se estableció que el órgano competente podía oponerse a los actos y acuerdos que le hubieran sido notificados en el plazo máximo de un mes, sin perjuicio de que en caso de que hubiera de emitirse el informe preceptivo por el organismo regulador, por desenvolverse la empresa en un mercado y sistema sometido a regulación, se interrumpiere el plazo señalado por el tiempo que transcurriese hasta que el informe fuera emitido. Organismo regulador que debía informar, a su vez y preceptivamente, al organismo regulador del funcionamiento de los mercados y sistemas en que desenvolvese la actividad de la empresa. Durante ese plazo quedaba suspendida la eficacia de los acuerdos y actos aludidos, y en el caso de actos de disposición sobre el capital, durante el referido plazo quedaban suspendidos los derechos políticos derivados de la participación accionarial correspondiente. El procedimiento administrativo podía terminarse mediante suscripción de convenio sobre las características del acuerdo o acto social sujetos a aprobación, a propuesta tanto de la Administración actuante como del interesado o interesados, suspendiendo en todo caso el cómputo del plazo el requerimiento de subsanación de las deficiencias o insuficiencias de la notificación, en particular en los datos sobre las características de los actos o acuerdos sociales de que se tratase, hasta su debido cumplimiento, así como la formulación de propuesta de acuerdo por la Administración y hasta su aceptación o rechazo por el o los interesados, la intervención del órgano comunitario europeo competente en los supuestos comprendidos en el ámbito de aplicación del Reglamento CEE 4064/89, de 21 de diciembre, modificado por el Reglamento CEE 2367/90, de 25 de julio, y para la adopción de alguna de las decisiones previstas en dichas normas, la formulación de consulta al órgano comunitario europeo competente por parte del correspondiente órgano estatal en los casos de fusión, escisión o transmisión de propiedad o de uso de activos empresariales y en aplicación de las normas comunitarias europeas. Entendiéndose que el órgano competente no se oponía a la operación o decisión notificada si transcurrido el plazo no se hubiese notificado resolución expresa; Sobre el procedimiento de aplicación de la Ley 5/1995, *vid.* GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, pp. 97-100.

de la presencia de una categoría de acciones privilegiadas compuesta por una acción que otorga a su titular derechos especiales”, estimándose que se había querido “mantener el sistema de previa autorización administrativa de rancia tradición en el régimen jurídico de las SAP”<sup>(104)</sup>.

Mediante Ley 62/2003, de 30 de diciembre, se modificó, con un alcance que ha sido sistemáticamente cuestionado<sup>(105)</sup>, la referida Ley 5/1995, y cuyo núcleo consistió “en sustituir el régimen de autorización por un régimen de notificación”<sup>(106)</sup>, pasándose así de un régimen de autorización administrativa “previa” a otro de notificación (*a posteriori*)<sup>(107)</sup> al órgano competente por razón de la materia<sup>(108)</sup>, siempre que produjeran sus efectos en el mercado nacional o se refiriesen a activos ubicados en el territorio nacional, determinados “acuerdos” adoptados por los órganos sociales de las “entidades mercantiles” privatizadas. A saber: a) La disolución voluntaria, la escisión o la fusión de la entidad; b) La enajenación o el gravamen, en cualquier forma y por cualquier título, de los activos estratégicos o participaciones sociales necesarias para el cumplimiento del objeto social de la empresa y que a tal efecto se determinasen; c) La sustitución del objeto social. Igualmente, cuando se hubiese producido alguno de los presupuestos de aplicación anteriormente definidos, también otras operaciones podían quedar sujetas al deber de ser notificados al órgano competente por razón de la materia, siempre que desarrollasen sus efectos en el mercado nacional<sup>(109)</sup>.

<sup>(104)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 189.

<sup>(105)</sup> Sobre las principales modificaciones introducidas en la Ley 5/1995, por la Ley 62/2003, *vid.* SALAZAR MARTÍNEZ-CONDE, L. y HERNÁNDEZ, V., *op. cit.*, pp. 128-130. Indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>a</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 44, que “en la práctica ambos sistemas se asemejan ya que los actos y acuerdos objeto de notificación tienen suspendida su eficacia durante los plazos con los que cuenta la Administración para resolver”; Afirma LIÑÁN, P., “Las ‘acciones de oro’ siguen siendo de oro”, *Expansión*, martes 9 de diciembre de 2003, p. 47, sobre el proyecto de la que sería Ley 62/2003, que “en realidad no se produce una modificación sustancial del régimen jurídico aplicable (...), el Gobierno seguirá reservándose el derecho a vetar exactamente las mismas decisiones que podía vetar con arreglo a la redacción declarada contraria al Derecho Comunitario por el TJCE”.

<sup>(106)</sup> LIÑÁN, P., *op. cit.*, p. 47

<sup>(107)</sup> Con importantes excepciones derivadas de la condición de sociedades cotizadas de algunas empresas públicas, establecidas en las disposiciones transitorias segunda, quinta y sexta, de la Ley 5/1995, introducidas por la disposición vigésima quinta de la Ley 62/2003.

<sup>(108)</sup> “Sin perjuicio de lo establecido en las normas sectoriales aplicables en cada caso”, aclaraba la Ley.

<sup>(109)</sup> Que eran las siguientes: a) Las operaciones consistentes en actos de disposición sobre el capital social que determinasen, en un solo acto o en varios sucesivos, la reducción de la participación social pública, respecto de la empresa sujeta al régimen especial previsto en la ley, en un porcentaje igual o superior al 10 por 100; b) La adquisición, directa o indirecta, incluso a través de terceros, fiduciarios o interpuestos, en un solo acto o en varios sucesivos, de participaciones sociales u otros valores que pudieran dar derecho, directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, cuando tuviera

A consecuencia de la modificación operada desde el sistema de autorización previa al régimen de notificación *a posteriori*, se estableció que el órgano competente, mediante resolución motivada, podía oponerse al acto o acuerdo notificado como consecuencia de la existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos, sobre las actividades desarrolladas por tales empresas, con el fin de garantizar la adecuada gestión y prestación de servicios por las mismas<sup>(110)</sup>, siempre que existieren riesgos significativos o efectos negativos, que se apreciará en función de determinados parámetros establecidos en la Ley<sup>(111)</sup>, con lo que se limitaba en cierta medida la absoluta discrecionalidad administrativa anteriormente existente.

---

como consecuencia la disposición sobre, al menos, el 10 por 100 del capital social. Siendo aplicables al supuesto recogido en el apartado b) anterior las normas reguladoras de las ofertas públicas de adquisición de acciones a efectos de la calificación como adquisición de las operaciones realizadas por grupos de sociedades o personas físicas o jurídicas que actuasen concertadamente, el cómputo de participaciones cuando se dispusiera del derecho a voto por concepto distinto al de la titularidad dominical, y la posesión o adquisición de valores o instrumentos que diesen derecho a la suscripción o adquisición de participaciones sociales. No obstante cuando la operación se hubiera materializado 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 tenían que publicarse los anuncios relativos a la misma ni comenzaba el plazo de aceptación en tanto que el órgano competente manifestase, de forma expresa o presunta, su no oposición a la misma. Según el Real Decreto 1525/1995, se consideraban sucesivos los actos de disposición sobre el capital social cuando formasen parte de una misma operación financiera o respondiesen a una misma unidad de propósito y, en particular, las enajenaciones por tramos y las ampliaciones de la operación inicial. Y se cumplía el supuesto de que la participación pública quede por debajo del 50% del capital social cuando ésta fuera ya inferior a dicho porcentaje con anterioridad al establecimiento del régimen de autorización o cuando ello fuera consecuencia de la realización de los concretos actos de disposición que situasen dicha participación por debajo del porcentaje mencionado, determinando, en su caso, la aplicación del régimen de autorización previamente establecido.

(110) Con el fin de establecer si se garantizaba la adecuada gestión y prestación de servicios por aquellas empresas, se debería tener en cuenta: a) La seguridad en la continuidad de la entrega de bienes o prestación de servicios de acuerdo con las obligaciones establecidas por la legislación aplicable. b) La seguridad del suministro o de la disponibilidad física ininterrumpida de los productos o servicios en el mercado, a un precio asequible y de forma compatible con la protección del medioambiente y el desarrollo sostenible. En particular, la protección frente al riesgo de una inversión o del mantenimiento insuficiente en infraestructuras que no permitiesen garantizar, de forma continuada, un conjunto mínimo de servicios acordes con lo establecido en la legislación aplicable. c) La protección del interés general en el sector correspondiente afectado y, en particular, la garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de política sectorial.

(111) A saber tanto de los medios patrimoniales para atender los compromisos de prestación de servicio que les correspondiesen con arreglo a lo establecido en la legislación aplicable, como de la transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pudiese incorporarse la entidad como consecuencia de la operación y, en general, la existencia de dificultades para obtener la información necesaria sobre el desarrollo de sus actividades. Cuando se tratase de sectores de actividad sometidos a especiales potestades de ordenación y supervisión por los poderes públicos, los riesgos se valoraban en

Aquellos parámetros o criterios no obstante fueron tachados de “reiterativos” y “excesivamente amplios y vagos”, imputándoseles además el haber adoptado una refutable “forma general y preventiva”, con efectos de solapamiento y coincidencia con la regulación del sector o el control prudencial “en lugar de aparecer como reacción a un peligro serio y fundado<sup>(112)</sup>, consiguientemente, se afirmaba, aquellos parámetros o criterios parecían “desproporcionados para responder a imperativos de interés general que (justificasen) un control de la estructura de la propiedad y de la gestión de las sociedades”<sup>(113)</sup> imputaciones cuya trascendencia no podía desconocerse.

Efectivamente, si bien aquella Ley 5/1995 tenía como finalidad principal la de responder a la garantía del interés público presente en la actividad de determinadas empresas que, hasta ese momento, habían estado bajo el control de la Administración pública titular de la totalidad o de la mayoría del capital social y que entraron en proceso de privatización, su salida de semejante control no tenía por qué conllevar consecuencias catastróficas para los intereses generales.

Con el proceso privatizador de las empresas públicas se puso de manifiesto un nuevo escenario en el que, a partir de entonces, iban a encontrarse aquellas empresas cuya propiedad pasaba a manos privadas y cuyo centro de control, por ende, a situaba extramuros de los poderes públicos, o incluso poderes privados (empresariales) nacionales, lo cual se entendió que exigía la adopción de medidas específicas en garantía del interés público inherente a su actividad, justificación en definitiva última de la existencia de la citada Ley, que instauró por ello un régimen de autorización administrativa previa, primero, y de notificación *a posteriori*, más tarde, respecto de la adopción de determinados acuerdos o realización de algunos actos, entre los que se incluía singularmente la enajenación a terceros de porciones significativas del capital social.

Resultó que al establecer aquella norma un marco “demasiado amplio e inconcreto” que permitía al ejecutivo “intervenir en decisiones cotidianas de organización

---

función de los vínculos que, como consecuencia de la operación, podían haberse establecido por la entidad en cuestión con otras personas físicas o jurídicas, impidiendo la ordenación y supervisión sobre los servicios que estuviese obligada a prestar la entidad correspondiente. Otro parámetro consistía en la posibilidad de que la entidad quedase expuesta, de forma inapropiada, al riesgo de cualesquiera otras actividades desarrolladas por los adquirentes, y de que el riesgo que la estructura financiera de la operación se hiciese recaer sobre las actividades de la entidad sometida a regulación, y sobre los recursos obtenidos por dichas actividades, en especial cuando se tratase de rentas de origen regulados que se transfiriesen a actividades distintas de aquellas que las originasen.

(112) Indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 45, habiendo indicado anteriormente, en pp. 44-45, que “si con anterioridad a esta reforma de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, no existía en la norma española referencia alguna a los motivos que debían permitir a las autoridades públicas argumentar a favor o en contra de la decisión del órgano competente, por el cual el régimen español de *golden share* confería al Gobierno un poder de decisión discrecional no sometido a límite alguno, hoy la Ley (con referencia a la modificación introducida por la Ley 62/2003), en su artículo 5, se refiere a los criterios de decisión del órgano competente con la finalidad de reducir el margen de discrecionalidad administrativa y facilitar el control jurisdiccional”.

(113) Indica BUSTILLO SAIZ, M.<sup>º</sup> del Mar, *op. cit.* (I), p. 45.

empresarial y comercial”<sup>(114)</sup>, bien podía considerarse que en la medida en que se aquella intervención deviniese efectiva realmente ya no se trataba de ejecutar “privilegios” asociados a una “acción de oro”, sino del ejercicio de poderes exorbitantes, dudosamente respetuosos con la Constitución española (ni, por ende, con el sistema de la Unión Europea), y en todo caso, ante una manifiesta contradicción, una empresa pública privatizada que, empero, seguía siendo una empresa pública.

En orden a los efectos de la falta de autorización previa, establecía la Ley 5/1995 que aquella falta era determinante de la “nulidad de pleno derecho” de tales “actos y acuerdos que no contasen con la pertinente aprobación administrativa, así como de la nulidad de los acuerdos adoptados por cualquier órgano social, cuando para la constitución de éste o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar participaciones sociales cuya adquisición no hubieren contado con la preceptiva autorización administrativa o cuyos derechos políticos, por la misma circunstancia, no fueran ejercitables, debiéndose tener en cuenta que, “sin perjuicio de las demás consecuencias previstas en el ordenamiento jurídico”, en el caso de las adquisiciones de participaciones sociales en las que se rebasa el límite fijado al efecto, el adquirente no podía ejercer en ningún caso los derechos políticos correspondientes al exceso. Incluso de producirse una ulterior transmisión de las participaciones correspondientes a tal exceso, subsistía la prohibición de ejercicio de los derechos políticos<sup>(115)</sup> hasta tanto el tercer adquirente obtuviese la preceptiva autorización administrativa previa, que no podía ser otorgada en caso de actuación concertada con cualquier adquirente anterior no autorizado debidamente. La Administración competente para otorgar la autorización continuaba estando legitimada, en todo caso, para el ejercicio de las acciones de impugnación de los actos y acuerdos que incidiesen en aquel vicio de nulidad absoluta así como para solicitar la suspensión de los mismos<sup>(116)</sup>.

Tras la modificación desde el régimen de autorización previa al de la notificación *a posteriori*, se estableció razonablemente que durante el plazo en que la Autoridad competente podía oponerse quedaría “suspendida la eficacia de los acuerdos y actos” sujetos a notificación y que en el caso de los actos de disposición sobre el capital, durante el referido plazo quedarían suspendidos los derechos políticos derivados de la participación accionarial correspondiente. Los actos y acuerdos no comunicados, es-

---

(114) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 114, en donde además precisa que “la injerencia que supone en el régimen jurídico de anónimas exige una mayor definición de la intervención del Gobierno en éstas SA privatizadas, que la posibilite sólo con carácter residual en el caso en que fallaran los recursos privados de protección de las empresas”.

(115) Entendiéndose como derechos políticos derivados de las participaciones sociales los siguientes: El derecho de asistir y votar en las Juntas 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 los que no tengan un contenido exclusivamente económico, según establecía el artículo 8 del Real Decreto 1525/1995.

(116) Con sujeción, en su caso, al procedimiento previsto en la Sección 2.ª del capítulo V de la LSA.

tando sujetos al deber de notificación no producirían efecto alguno, esto es, los actos y acuerdos que no se hubiesen notificado de acuerdo con lo ordenado en aquella Ley, carecían de efecto, y de la misma manera se producía la falta de eficacia de “los actos y acuerdos que se llevasen a efecto con la oposición del órgano competente”. La Administración competente para resolver mantenía la legitimación, en todo caso, para el ejercicio de las acciones de impugnación de aquellos actos y acuerdos, así como para solicitar la suspensión de los mismos, “de conformidad con lo previsto en la normativa procesal”.

**2. Jurisprudencia comunitaria relativa al sistema español de “acción de oro” (Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 13 de mayo de 2003, asunto C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España)**

La Comisión de las Comunidades Europeas demandó<sup>(117)</sup> a España ante el Tribunal de Justicia comunitario solicitando que declarase nulos los artículos 2 y 3, apartados 1 y 2, de la Ley 5/1995, así como los Reales Decretos dictados en su desarrollo. Según la demanda, los referidos preceptos nacionales conculcaban el Derecho comunitario en la medida en que establecían, para las entidades privatizadas, un régimen de autorización administrativa previa no justificado de acuerdo con requisitos imperativos de interés general, sin fijar criterios objetivos, estables a lo largo del tiempo y que se hubieran hecho públicos, y sin ajustarse al principio de proporcionalidad.

El Alto Tribunal comunitario tras afirmar que al tenor del artículo 56 de la CE, apartado 1, quedaban “prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y países terceros”, y que si bien el Tratado no definía los conceptos de movimientos de capital, la nomenclatura recogida en el anexo I de la Directiva 88/361, “así como las notas explicativas que allí figuran”, tenían un valor indicativo que debía seguirse, consideró que “una inversión directa en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones, así como la adquisición de títulos en el mercado de capitales, constitúan movimientos de

---

<sup>(117)</sup> El itinerario previo a la interposición de la demanda se recoge en la propia sentencia y, como en ella reexpone, “Mediante escrito de 26 de octubre de 1998, la comisión informó al Gobierno español de que consideraba que el régimen de autorización administrativa previa establecido por la Ley 5/1995 y por los Reales Decretos 3/1996, 8/1997, 552/1998 y 929/1998 podía infringir las disposiciones del Tratado CE relativas a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento. En consecuencia, la comisión instó a dicho Gobierno a comunicarle sus observaciones (...). El Gobierno español respondió al mencionado escrito de requerimiento mediante escrito de 17 de enero de 1999, en el que afirmaba que las medidas controvertidas eran conformes con el Derecho comunitario. Mediante un nuevo escrito de 18 de marzo de 1999, dicho Gobierno precisó su punto de vista”. La comisión entonces “dirigió al Reino de España, el 2 de agosto de 1999, un dictamen motivado, instando a dicho estado a atenerse a su contenido (...). El Gobierno español respondió al dictamen motivado mediante escrito de 3 de noviembre de 1999. En dicho escrito, explicaba detalladamente el sistema español de privatización de determinadas empresas que opera(ban) en el sector público y reiteraba su opinión de que las medidas controvertidas eran compatibles con el Derecho comunitario, y en particular con los arts. 43 CE, 56 CE y 295 CE”.

capitales en el sentido del artículo 56 de la CE”<sup>(118)</sup>, y resolvió en contra del Estado español en su sentencia (en adelante STJCE) de 13 de mayo de 2003.

Efectivamente, a la vista de aquellas consideraciones se detuvo el Tribunal de Justicia comunitario en determinar si la Ley 5/1995 y los Reales Decretos dictados en su desarrollo, por los que se sometían a la autorización previa de la Administración nacional determinados acuerdos<sup>(119)</sup> de las entidades mercantiles, resultaban compatibles con aquella norma comunitaria. Precizando, en su resolución, que “si bien (era) cierto que las restricciones controvertidas referentes a las operaciones de inversión (eran) indistintamente aplicables tanto a residentes como a los no residentes, (resultaba) necesario señalar que afecta(ban) a la situación del adquirente de una participación como tal, de modo que (podían) disuadir a los inversores de otros Estados miembros a efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado”. Concluyó lo siguiente:

— Que “una normativa que, como el artículo 3, apartado 2, de la Ley 5/1995, limitaba la adquisición de participaciones constituye una restricción a la libre circulación de capitales”<sup>(120)</sup> y,

---

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

(119) Relativos a: 1) la disolución, la escisión o fusión de la entidad; 2) la enajenación o el gravamen de los activos o participaciones sociales necesarias para el cumplimiento del objeto social; 3) la sustitución del objeto social; 4) los actos de disposición sobre el capital social que determinen la reducción de la participación del Estado en un porcentaje igual o superior al 10%; 5) la adquisición de participaciones sociales que tenga por consecuencia la disposición sobre, al menos, el 10% del capital social, cuando la participación estatal se reduzca al menos en un 10% del capital social, quedando por debajo del 50%, o se reduzca a menos de un 15% del capital social”.

(120) Cabe recordar que según el Tribunal de Justicia comunitario “la libre circulación de capitales supone la supresión de las restricciones a los movimientos de capitales pertenecientes a personas residentes en los Estados miembros, así como de las discriminaciones de trato por razón de nacionalidad o residencia de las partes o del lugar de colocación de los capitales. La Primera Directiva prevé (...), la liberalización completa de determinados movimientos de capitales y pretende eliminar los obstáculos administrativos que, aun cuando no impongan autorizaciones de cambio ni afecten a la adquisición de títulos extranjeros, no por ello dejan de representar una traba para la liberalización más amplia y más rápida de los movimientos de capitales entre los Estados miembros, que es necesaria, según el considerando de la Primera Directiva, para la consecución de los objetivos de la Comunidad Europea” (SSTJCE de 24 de junio de 1986, asunto 157/85, y de 27 de octubre de 2005, asunto C-329/03). Como precisa el Abogado General Sr. F. G. Jacobs, en las conclusiones presentadas el 14 de abril de 2005, en el asunto C-329/03, (conclusión 58, *in fine*), “debe recordarse que el único considerando de la Directiva afirma que la consecución de los objetivos del Tratado “exige las más amplia libertad posible de los movimientos de capitales entre los Estados miembros y, en consecuencia, la más amplia y rápida liberalización de dichos capitales. A la luz de ese objetivo imperativo, considero que cualquier ambigüedad en la directiva debe ser interpretada de forma que promueva dicha liberalización”.

— Que “la normativa basada, por un lado, en el artículo 3, apartado 2, de la Ley 5/1995 y, por otro lado, en el apartado 1 de dicho artículo, constituyan una restricción a los movimientos de capitales en el sentido del artículo 56 CE”.

En la indicada resolución jurisdiccional el Alto Tribunal comunitario no se detuvo en la imputada vulneración por la norma española precitada del artículo 43 CE, por considerar que las restricciones a la libertad de establecimiento<sup>(121)</sup> impuestas por la normativa de que se trataba eran consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales, a los que se encontraban indisociablemente ligadas.

Efectúa además Tribunal de Justicia comunitario, en aquella sentencia de 13 de mayo de 2003 (asunto C-463/00), una observación, nuclear en cualquier régimen de “acción de oro”, que por su interés merece ser recogida, y es la siguiente:

Si bien “no es posible ignorar las preocupaciones que pueden, en función de las circunstancias, justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privatizan posteriormente, cuando dichas em-

---

(121) Según el Tribunal de Justicia comunitario “el artículo 43 CE exige la supresión de las restricciones a la libertad de establecimiento. Deben considerarse restricciones de esta índole todas las medidas que prohíban, obstaculicen o hagan menos interesante el ejercicio de dicha libertad (SSTJCE de 30 de noviembre de 1995, asunto C-55/94, de 1 de febrero de 2001, asunto C-108/96, de 17 de octubre de 2002, asunto C-79/01, y de 5 de octubre de 2004, asunto C-442/02). Afirmando que “la libertad de establecimiento, que el artículo 52 del Tratado reconoce a los nacionales comunitarios y que implica para ellos el acceso a las actividades no asalariadas y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas en las mismas condiciones fijadas por la legislación del Estado miembro de establecimiento para sus propios nacionales, comprende, conforme al artículo 58 del Tratado, para las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Comunidad, el derecho a ejercer su actividad en el Estado miembro de que se trate por medio de una filial, sucursal o agencia” (SSTJCE de 21 de septiembre de 1999, asunto C-307/97, de 23 de febrero de 2006, asunto C-471/04, de 23 de febrero de 2006 (dos sentencias), asuntos C-253/03 y C-471/04, y de 14 de diciembre de 2006, asunto C-170/05). “Además, si bien las disposiciones del Tratado relativas a la libertad de establecimiento, según su tenor literal, se proponen asegurar el disfrute del trato nacional en el Estado miembro de acogida, se oponen, asimismo, a que el Estado de origen obstaculice el establecimiento en otro Estado miembro de uno de sus nacionales o de una sociedad constituida de conformidad con su normativa” (SSTJCE de 16 de julio de 1998, asunto C-264/96, de 13 de diciembre de 2005, asunto C-446/03, y 29 de marzo de 2007, asunto C-347/04). Debiendo añadirse que según aquella jurisprudencia “el derecho a la libertad de establecimiento se reconoce no sólo a los nacionales comunitarios sino también a las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Comunidad (SSTJCE de 27 de septiembre de 1988, asunto 81/87, de 9 de marzo de 1999, asunto C-212/97, de 5 de noviembre de 2002, asunto C-208/00, y de 14 de octubre de 2004, asunto C-299/02). Sobre restricciones a la libertad de establecimiento *vid.* conclusiones 93 a 154 de las presentadas 30 de enero de 2003 por el Abogado General Sr. Siegbert Alber en el asunto C-167/01.

presas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general”<sup>(122)</sup>. No obstante, “tales preocupaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de propiedad, contemplados en el artículo 295 CE, para justificar obstáculos a las libertades previstas por el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se les atribuyan en su condición de accionistas de una empresa privatizada (...) dicho artículo no sustrae los regímenes de propiedad existentes en los Estados miembros a la aplicación de las normas Fundamentales del Tratado”.

Consecuentemente, según el Tribunal de Justicia comunitario, “la libre circulación de capitales, como principio fundamental del Tratado, sólo puede limitarse mediante una normativa nacional si ésta se halla justificada por razones contempladas en el artículo 58 CE, apartado 1, o por razones imperiosas de interés general. Además, para que pueda justificarse de esta manera, la normativa nacional en cuestión debe ser adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y no ir más allá de lo necesario para alcanzarlo, a fin de respetar el principio de proporcionalidad”.

Sin embargo la Administración española, indicó el Alto Tribunal comunitario en su indicada resolución de 13 de mayo de 2003, disponía “de una facultad discrecional especialmente amplia que menoscaba(ba) la libre circulación de capitales y que (podía) incluso reducirla a la nada”. Por consiguiente, el régimen controvertido iba más allá de lo necesario para alcanzar el objetivo invocado<sup>(123)</sup>. Esto es, un régimen de autorización administrativa previa, como el establecido en la Ley 5/1995 y la normativa dictada en aplicación del artículo 4 de la misma, ha<sup>(124)</sup> de “ser proporcionado respecto del fin perseguido, de modo que no pueda alcanzarse el mismo objetivo con

---

(122) Destacando el Tribunal de Justicia comunitario que la empresa Tabacalera, S.A., que producía tabaco, y Corporación Bancaria Española, S.A. (Agentaria), integrada por bancos comerciales que operaban en el sector bancario tradicional y de los que no se alegaba que efectuasen tareas propias de un banco central o de un órgano similar, no constituían entidades destinadas a prestar servicios públicos. En cuanto a las otras entidades que operaban en los sectores del petróleo, las telecomunicaciones y la electricidad, indica el Alto Tribunal comunitario que, si bien no podía negarse que el objetivo de garantizar, en caso de crisis, la seguridad del abastecimiento de tales productos o la prestación de tales servicios podía constituir una razón de seguridad pública, de modo que podía eventualmente justificarse un obstáculo a la libre circulación de capitales, no obstante las exigencias impuestas por la seguridad pública debían, por constituir una excepción al principio fundamental de libre circulación de capitales, interpretarse en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no podía determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones de la comunidad. Por tanto, concluye la jurisprudencia comunitaria, la seguridad pública solo podría invocarse en caso de que existiese una amenaza real y suficientemente grave que afectase a un interés fundamental de la sociedad.

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

(124) Además de que “cualquier persona afectada por medidas de este tipo debe poder disponer de un medio de impugnación jurisdiccional”.

medidas menos restrictivas”, debiendo basarse en criterios: a) objetivos; b) no discriminatorios; c) conocidos de antemano por las empresas interesadas<sup>(125)</sup>. Lo que incumplía la normativa española objeto de consideración<sup>(126)</sup>.

#### IV. LA “ACCIÓN DE ORO” EN OTROS ORDENAMIENTOS JURÍDICOS EUROPEOS Y EN LA DOCTRINA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en sucesivas sentencias ha resuelto diferentes demandas interpuestas por la Comisión de las Comunidades Europeas contra diversos Estados miembros que tenían reguladas en sus sistemas y mantenían “acciones de oro”.

Siguiendo un orden cronológico, ha de comenzarse por considerar la doctrina establecida en la STJCE de fecha 4 de junio de 2002, dictada en el asunto C-503/99, seguido a instancias de la Comisión contra el Reino de Bélgica<sup>(127)</sup>, en cuyo ordenamiento jurídico, mediante Reales Decretos de 10 y 16 de junio de 1994, se crearon a favor del Estado “acciones específicas” en la Société nationale de transport parcanalisarions (S.N.T.C.) y en la Société de Distribution du Gaz (Distigraz), que le otorgaban derechos especiales, sustancialmente iguales en ambos casos, y que se concretaban en que por una parte cualquier cesión, pignoración o cambio de destino de los activos estratégicos de aquellas sociedades debía ser notificado previamente al Ministro competente (de tutela), que estaba facultado para oponerse a tales operaciones si consideraba que atentaban a los intereses nacionales en el ámbito de la energía, y, por otra parte, permitían a aquel Ministro designar dos representantes del Gobierno federal en el Consejo de administración de aquellas sociedades, los cuales podían, a su vez,

---

<sup>(125)</sup> La normativa española, precisa el Tribunal de Justicia comunitario, “no supedita el ejercicio de este derecho (autorizar los actos de disposición sobre el capital social que determinen la reducción de la participación del Estado en un porcentaje igual o superior al 10%, y la adquisición de participaciones sociales que tenga por consecuencia la disposición sobre, al menos, el 10% del capital social, cuando la participación estatal se reduzca al menos en un 10% del capital social, quedando por debajo del 50%, o se reduzca a menos de un 15% del capital social), a requisito alguno. No se proporciona a los inversores afectados precisión alguna acerca de las circunstancias específicas y objetivas en las que se concede o deniega la autorización previa. Tal indeterminación no permite que los particulares conozcan el alcance de sus derechos y obligaciones que se derivan del artículo 56 CE”, por lo que debe considerarse, concluye aquel Alto Tribunal “que dicho régimen es contrario al principio de seguridad jurídica”.

<sup>(126)</sup> Que no resultaba desmentida por la circunstancia de que aquella normativa estableciera “un régimen con un plazo de vigencia limitado a diez años”, precisa el Tribunal de Justicia comunitario.

<sup>(127)</sup> Apoyado por el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

proponer al Ministro la anulación de cualquier decisión que considerasen contraria a la política energética del país<sup>(128)</sup>.

El Tribunal de Justicia comunitario parte, en aquella sentencia, de que el Tratado garantiza la libre circulación de capitales entre Estados miembros y con terceros países, prohibiendo todas las restricciones a los movimientos de capitales<sup>(129)</sup>. Según el Alto Tribunal comunitario si por una parte “no es posible ignorar las preocupaciones que pueden, en función de las circunstancias, justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen posteriormente, cuando estas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general”, por otra parte “tales preocupaciones no autorizan, sin embargo, a los Estados miembros a alegar sus regímenes de propiedad<sup>(130)</sup> para justificar obstáculos a las libertades previstas en el Tratado que sean consecuencia de privilegios que se les atribuyan en su condición de accionistas de una empresa privatizada<sup>(131)</sup>.”

Según expone el Alto Tribunal comunitario, en la meritada resolución jurisdiccional, la libre circulación de capitales “como principio fundamental del Tratado”, sólo puede limitarse mediante una normativa nacional justificada por razones de seguridad o por razones imperiosas de interés general que se aplique a cualquier persona o empresa que ejerciera una actividad en el territorio del Estado miembro de acogida, debiendo además aquella normativa nacional ser adecuada al objetivo perseguido por

---

(128) Según alegó la Comisión en aquel asunto sometido a la consideración del Alto Tribunal comunitario, la normativa que había creado aquellas “acciones específicas” del Reino de Bélgica en S.T.N.C. y Distigraz y que sustancialmente otorgaban al aquel Estado un derecho de oposición tanto a determinadas operaciones (toda cesión, pignoración o cambio de destino de las canalizaciones) en relación con determinados activos considerados estratégicos, como en relación con precisas decisiones de gestión, que se considerasen contrarias a las líneas directrices de política energética del país, infringían el Derecho comunitario porque aun cuando no se aplicasen de manera discriminatoria obstaculizaban el derecho de establecimiento de los nacionales de otros Estados miembros y además la libre circulación de capitales en el interior de la Comunidad, haciendo en todo caso menos atractivo el ejercicio de tales libertades. No estando, por otra parte, incluidas en las excepciones admitidas por el Tratado CE (en adelante, el Tratado) ni justificadas por razones imperiosas de interés general, no respondiendo a criterios objetivos, estables y públicos conducentes a reducir al mínimo el poder discrecional de las autoridades nacionales. Por su parte el Reino de Bélgica negó aquellas imputaciones, alegando que las eventuales restricciones aludidas por la Comisión estarían, en todo caso, justificadas tanto por la excepción de seguridad pública como por motivos de interés general, no existiendo un medio menos restrictivo para alcanzar los fines y objetivos perseguidos. Por ello, indicaba el Gobierno belga, los derechos atribuidos al Estado belga eran en todo caso respetuosos con los criterios de necesidad y proporcionalidad, debiendo ejercitarse de forma motivada, exponiendo los elementos de hecho y de Derecho en los que se basase la decisión finalmente adoptada, todo sin perjuicio de la posibilidad de poderse interponer los correspondientes recursos de anulación, en su caso.

(129) Para cuya definición, dada su ausencia en el Tratado, consideraba procedente acudir a la Directiva 88/361, que diferenciaba entre inversiones directas y en cartera, considerando que todas ellas constituían “movimientos de capitales”.

(130) Referidos en el artículo 222 del Tratado.

(131) STJCE de 1 de junio de 1999, Konle, asunto C-302/97.

ella y no ir más allá de lo necesario para alcanzarlo (criterio de proporcionalidad)<sup>(132)</sup>. Precizando, además, que si bien garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis, respondía a un interés público legítimo, éste debe, en todo caso, interpretarse “en sentido estricto, de manera que cada Estado miembro no pueda determinar unilateralmente su alcance sin control por parte de las instituciones comunitarias”.

Repara el Alto Tribunal comunitario en la indicada resolución, que en un sistema como el controvertido, un derecho de veto, reposaba sobre el principio del respeto a la autonomía de decisión de la empresa, lo contrario de lo que sucedería si se tratase de un sistema de aprobación previa, que además se limitaba a ciertas decisiones que afectasen a activos estratégicos de aquellas sociedades, en particular a las redes energéticas, así como a decisiones de gestión específicas relativas a activos puntualmente cuestionables, pudiendo producirse las intervenciones de la autoridad ministerial únicamente en el supuesto en que peligrasen los objetivos de política energética, debiendo motivarse formalmente, pudiendo ser objeto de un control jurisdiccional efectivo.

Por consiguiente, considerando que aquel sistema permitía “sobre la base de criterios objetivos y controlables por los órganos jurisdiccionales, garantizar la disponibilidad efectiva de las canalizaciones que (constituían) grandes infraestructuras de transporte interior de los productos energéticos”<sup>(133)</sup> y que el sistema ofrecía al Estado la posibilidad de intervenir para garantizar, en una situación de crisis, “el cumplimiento de las obligaciones de servicio público” que incumbían a S.T.N.C. y a Distrigraz, “al mismo tiempo que se (respetaban) las exigencias impuestas por la seguridad jurídica”, el Tribunal de Justicia resolvió que aquella normativa se hallaba “justificada por el objetivo” consistente en “garantizar la seguridad del abastecimiento energético en caso de crisis”.

Aquella resolución del Tribunal de Justicia comunitario ha de considerarse singular, pues ni las demás resoluciones jurisdiccionales de la misma fecha sobre “acciones de oro” (a las que a continuación se aludirá), ni las posteriores también sobre “acciones de oro” justifican su procedencia. En las otras dos resoluciones de la misma fecha, 4 de junio de 2002, dictadas en los asuntos, C-367/98, Comisión de las Comunidades Europeas contra la República portuguesa, y C-483/99, Comisión de las Comunidades Europeas contra la República francesa<sup>(134)</sup>, adoptadas por el Alto Tribunal comunitario fueron muy diferentes a la del asunto que se acaba de mencionar (C-503/99).

Efectivamente, en el primero de aquellos asuntos la normativa nacional controvertida, Ley-marco 11/90, relativa a las privatizaciones, así como una serie de decretos-leyes de privatización de empresas adoptados en aplicación de la mentada Ley-

(132) SSTJCE de sentencia 14 de diciembre de 1995, Sanz de Lera (asuntos acumulados C-163/94, C-165/94 y C-250/94), y de 14 de marzo de 2000, Église de scientologie (asunto C-54/88).

(133) Y de otras infraestructuras para el transporte interior y almacenamiento de gas, incluyendo puntos transfronterizos y de desembarco.

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

marco, determinaba que aquellas normas aplicativas podían limitar la cantidad de acciones que podrían adquirir o suscribir el conjunto de entidades extranjeras o de capital mayoritariamente extranjero, asimismo también determinaba que podían establecerse límites a la cuota máxima de participación en el capital social y el correspondiente modo de control, so pena de la venta forzosa, salvo la autorización ministerial pertinente, de las acciones que superasen esos límites, lo que efectivamente establecieron los decretos-leyes 389/93 y 65/94.

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

Como indicó el Tribunal de Justicia en su resolución, “la prohibición de que los inversores de otro Estado miembro adquieran acciones en ciertas empresas portuguesas por encima de determinado límite (...) supone un trato desigual de los nacionales de otros Estados miembros, que limita la libre circulación de capitales”, y la necesidad de obtener una autorización previa para poder superar esos límites, “aunque no da lugar a un trato desigual (...) puede impedir la adquisición de acciones de las empresas afectadas y disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dichas empresas” y, en consecuencia, puede “hacer que la libre circulación de capitales sea ilusoria”. Reiterando la argumentación ya referida en el asunto anterior, rechazando con especial intensidad el sistema de autorización administrativa previa (porque, “debe ser proporcionado respecto del fin perseguido, de forma que no pueda alcanzarse el mismo objetivo con medidas menos restrictivas, en particular, mediante un sistema de declaraciones *a posteriori*”), y proscribiendo que motivos de naturaleza económica o intereses financieros puedan “constituir una justificación válida de restricciones” de una libertad fundamental, termina resolviendo en contra de la República portuguesa.

Tratar de la doctrina establecida por el Tribunal de Justicia comunitario en su sentencia de 4 de junio de 2002, dictada en el asunto C-483/99, exige aludir previamente a la regulación jurídico positiva obrante en el sistema francés de “acción de oro”, conocida en el mismo como *l’action spécifique*. Al respecto cabe recordar que, de ordinario, en aquel sistema jurídico se distinguen dos etapas diferentes, la primera que se inició con la Ley de privatización de 6 de agosto de 1986 mediante la que se facultaba al Estado francés para que, modificase los estatutos de determinadas sociedades objeto de privatización de entre las que se enumeraban en la Ley de 2 de julio del mismo año, con el fin de proteger intereses nacionales. Con esta legislación se pretendía, mediante la pertinente acción *espécifique* llevar a cabo un control en la composición del accionariado. La segunda etapa se inició con la Ley de 19 de julio de 1993, sobre privatizaciones, mediante la que se suprime la temporalidad a que estaba sometida la duración de la acción *espécifique*, según la anterior legislación, manteniéndose el propósito de controlar la composición del accionariado, así como atribuir

al Estado la posibilidad de designar uno o más representantes, con voz pero sin voto, en el órgano administrativo societario y ejercer, en su caso, el derecho de veto sobre acuerdos, decisiones o actuaciones que pudiesen perjudicar el interés nacional. Mediante esta última normativa se introducía “una técnica ajena al Derecho de sociedades francés y difícil de conceputar dentro del mismo”<sup>(135)</sup>, en cuanto que permitía “al poder público actuar en una misma empresa, como autoridad administrativa y como socio especialmente privilegiado, lo que no conjugaba bien con los principios que inspiran al Derecho de sociedades”<sup>(136)</sup>.

Precisamente haciendo uso de las autorizaciones contenidas en la normativa referida, la acción *espécifique* fue introducida mediante el Decreto 93-1298, de 13 de diciembre de 1993, estableciendo una serie de privilegios a favor del Estado en la Société nationale Elf-Aquitaine (en adelante, Elf-Aquitaine), que conllevaba tanto la exigencia de que toda operación por la que una persona física o jurídica, actuando individualmente o en concierto con otras empresas, rebasase, con su participación directa o indirecta, la décima, quinta o tercera parte del capital social, o de los derechos de voto de la sociedad, contase con la previa aprobación del Ministro competente (Economía), como a poderse oponer al referido Ministro a todo acuerdo de enajenación o pignoración de activos que figurasen en el anexo de aquella norma, a saber, la mayoría del capital de las cuatro filiales de la sociedad matriz (Elf-Aquitaine Production, Elf-Antar France, Elf-Gabon SA y Elf-Congo SA). Todo ello, según expone en la resolución jurisdiccional indicada el Tribunal de Justicia comunitario, sin haber previsto criterios suficientemente precisos y objetivos por lo que respecta a la aprobación o al veto de las operaciones citadas.

Semejante acción *espécifique* fue el objeto de la demanda presentada por la Comisión de las Comunidades Europeas contra la República francesa en el asunto antes referido, y en el que el Tribunal de Justicia dictó sentencia en base a consideraciones semejantes, cuando no idénticas, a las ya aludidas en relación con el asunto C-503/99, seguido a instancias de la Comisión contra el Reino de Bélgica, ya aludidas, por lo que no es necesario repetirlas, pero fallando en sentido diferente al efectuado en aquel asunto, al insistir en este caso que “aun cuando el mantenimiento de suministro de productos petrolíferos en caso de crisis podría constituir, en principio, una razón imperiosa de interés general”, resultaba necesario además, demostrar que las medidas contempladas eran necesarias y proporcionadas en relación con la finalidad perseguida”, lo que no había llevado a acabo el Estado demandado.

Según el Alto Tribunal comunitario la autorización previa aludida constituía una “restricción a los movimientos de capitales entre Estados miembros”, por más que no encubriese “un trato discriminatorio o particularmente restrictivo” a los nacionales de otros Estados miembros, pues la prohibición general de restricciones a los movimientos de capitales “va más allá de la eliminación de toda desigualdad de trato de los operadores en los mercados financieros basada en la nacionalidad”, ya que la normati-

<sup>(135)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 186.

<sup>(136)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 186.

va cuestionada podría “impedir la adquisición de acciones en las empresas afectadas y disuadir a los inversores de otros Estados miembros de invertir en el capital de dichas empresas”. En consecuencia, “dicha normativa (podía), por este motivo, hacer que la libre circulación de capitales (fuera) ilusoria”.

En la resolución de este asunto C-483/99 afirmó el Tribunal de Justicia comunitario que “la aprobación previa ministerial al no hallarse sujeta, conforme a las disposiciones aplicables, a ninguna condición, a excepción de una referencia a la protección de los intereses nacionales”, sin que se indicara a los inversores interesados las “circunstancias específicas y objetivas” en que se podía conceder o denegar aquella autorización previa, suponía una indeterminación que no permitía que los particulares conocieran el alcance de sus derechos derivados del Tratado, infringiéndose gravemente la seguridad jurídica. Según el Alto Tribunal comunitario “un poder discrecional tan amplio (constituía) una grave vulneración de la libre circulación de capitales que (podía) conducir a la exclusión de esta última”. Imputaciones que también eran referibles, según destaca la referida sentencia de la justicia comunitaria recaída en el asunto C-483/99, al régimen de veto *a posteriori*, que también en la indicada legislación francesa se establecía, para determinados supuestos, de tal modo que “dada la ausencia de criterios objetivos y precisos en la estructura del régimen establecido, la normativa controvertida (iba) más allá de lo que resulta necesario para alcanzar el objetivo indicado”<sup>(137)</sup>.

---

<sup>(137)</sup> La resolución adoptada por el Tribunal de Justicia comunitario difiere de las conclusiones presentadas por el Abogado General Sr. Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer, como ya se indicó conjuntamente para los asuntos C-376/98, C-483/99 y C-503/99, mediante escrito de fecha 3 de julio de 2001. No obstante lo cual o precisamente por ello dado su estimable contenido, aquellas conclusiones deben ser sucintamente aludidas. Al respecto cabe precisar que parte el ilustre miembro del Tribunal de Justicia comunitario de que “el Tratado CE no tiene por vocación la integración del derecho de propiedad privada de los Estados miembros”, y, tras una amplia exégesis histórica y teleológica, en la que parte de la propuesta del 9 de mayo de 1950 de R. Schuman, concluye que “el respeto, por parte del Tratado, del régimen de la propiedad en los Estados miembros, consagrado en el artículo 295 CE, debe extenderse a toda medida que, a través de la intervención el sector público, entendido en sentido económico, permite al Estado contribuir a la configuración de la actividad económica de una nación”. Aquel precepto, sostiene, “no tiene como objeto la propiedad entendida como la más plena pertenencia personal de las cosas, sino como titularidad económica, en sus diversos grados y manifestaciones. Es titular, o uno de sus titulares, de la cosa aquel que puede ejercer una influencia directa y decisiva en su destino o en aspectos fundamentales de su actividad. Que esa influencia se deba a la posesión de valores, a una concesión administrativa, a disposiciones de los estatutos sociales, o a cualquier otro medio admitido en derecho, privado o público, es indiferente a efectos del Tratado”. Ahora bien la cláusula de neutralidad del artículo 295 CE “de ningún modo” conlleva “la exención de las normas imperativas del Tratado. Todas despliegan sus efectos conforme a sus términos”. Por todo, afirma:

a) Que “es difícilmente concebible que el Tratado haya querido permitir que los Estados mantengan la entera participación en cualquier empresa, con la máxima restricción de las libertades de establecimiento y de circulación de capitales que supone, y, al mismo tiempo, se opongá a un régimen liberalizado sujeto a condiciones administrativas tasadas no discriminatorias”, o “dicho de otro modo: si la

Con fecha 13 de mayo de 2003 el Alto Tribunal comunitario dictó dos nuevas sentencias sobre “acciones de oro”, en los asuntos C-463/00, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino de España, y C-98/01, Comisión de las Comunidades Europeas contra el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. Sobre la primera de aquellas sentencias cuyo interés es por demás evidente, en cuanto afecta a España y supone una crítica y desautorización al sistema establecido por la Ley 5/1995, modificada por Ley 63/2003, ya se ha discurrido detenidamente. La segunda por cuanto se refiere al primer Estado que impuso el sistema o la técnica de protección de intereses nacionales conocida como “acción de oro” o *golden share*, merece ser también especialmente considerada.

Al respecto cabe recordar que en aquel sistema la *golden share* constituía “una acción incorporada a los estatutos sociales que otorgaba a su titular derechos políticos por tiempo indefinido o durante un plazo variable y cuyo contenido variaba dependiendo de las necesidades concretas de cada sociedad, aunque la finalidad perseguida en todas ellas era evitar que, sin consentimiento del Gobierno, se produjeran modificaciones en la estructura accionarial de la sociedad, en el objeto social o en la composición del balance de la sociedad y del destino de sus activos”<sup>(138)</sup>.

Para ello “desde un punto de vista formal, el contenido de los derechos que podía incorporar una *golden share* puede consistir en el derecho que tenían los poderes públicos a ser notificados de la celebración de cualquier Junta, así como de asistir e intervenir en dicha Junta con voz pero sin voto”<sup>(139)</sup>, que sin embargo podían ejercitar,

---

sustracción de actividades económicas a la iniciativa privada mediante la atribución a organismos de titularidad pública (supuestos puros de nacionalización o socialización), es creadora de un régimen especial de propiedad, por oposición al régimen de propiedad común, no hay razón para que un régimen de propiedad privada sujeto a facultades especiales no merezca la misma calificación ni un tratamiento menos favorable”.

b) Que del principio de neutralidad en la titularidad de las empresas se deduce que “no es aceptable cualquier tipo de medidas que tengan incidencia en la organización y gestión de esas empresas, sino solamente aquellas que el Estado hubiere podido adoptar de haber conservado la empresa en régimen de propiedad pública. Sólo se trata, en efecto, de garantizar que la privatización no tenga consecuencias perjudiciales para la instalación funcional de las empresas llamadas a servir a la realización directa o indirecta de objetivos de política económica”.

Tras constatar que tanto “la ausencia de pronunciamiento expreso del Tribunal de Justicia sobre el alcance del artículo 295 CE en su ámbito propio de eficacia, a saber, el de la capacidad de los poderes públicos de imponer opciones de política económica mediante el uso de facultades de intervención en las empresas”, como que “el margen de la actividad económica de los poderes públicos no puede quedar reducido más allá de los límites previstos por el Tratado”, y que las distintas fórmulas de organización de las empresas sometidas a cierta forma de tutela pública, no son, consideradas en abstracto, contrarias al Tratado” cuya conformidad “debe apreciarse en concreto, a través de una verificación puntual del modo de ser o de operar, de la finalidad y de las implicaciones de la introducción o mantenimiento de la situación jurídica” de que se trate, concluye en el siguiente sentido: Que la existencia de la normativa sometida a consideración del Tribunal “no es, en sí misma, contraria a las libertades fundamentales del Tratado, aunque sí puede serlo a su ejercicio”.

<sup>(138)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 182.

<sup>(139)</sup> GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 182

con efectos determinantes y definitivos, en determinados supuestos<sup>(140)</sup>. Aquella *golden share* ha de ubicarse, para su correcta comprensión en el peculiar sistema de sociedades inglés en el que opera también otro sistema tendente a impedir el control de empresas privatizadas<sup>(141)</sup>. Habiéndose afirmado que se trata de una técnica que “tiene una configuración jurídica especial, ya que su contenido se concreta estatutariamente, y su aplicación hay que buscarla en los estatutos sociales de las sociedades que se privatizan, por tanto esta técnica introduce cláusulas estatutarias atípicas, cuyo origen negocial reside, unas veces, en la voluntad del socio público mayoritario que modifica los estatutos sociales en ese sentido antes de desinvertir su capital, y otras, en un acto de disposición administrativa de los poderes públicos, que permiten a un socio privilegiado interferir en el funcionamiento ordinario de la sociedad”<sup>(142)</sup>.

La Comisión de las Comunidades Europeas demandó al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte a fin de que se declarase que “las disposiciones que limitaban la adquisición de acciones con derecho de voto de la sociedad BAA plc, así como el procedimiento de autorización relativo a la cesión de activos de esa sociedad, al control de sus filiales y a su liquidación” resultaban incompatibles con los artículos 43 CE y 56 CE.

Partía, en sus alegaciones el Gobierno demandado, de que los estatutos de BAA plc<sup>(143)</sup> no constituían una normativa nacional ni podían equipararse a ella, sosteniendo que, en el marco de los contratos de Derecho privado, los Estados miembros

---

(140) Vid. García Ruiz, E., *op. cit.*, pp. 182-184.

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

(142) GARCÍA RUIZ, E., *op. cit.*, p. 184.

(143) Sumariamente referidos los hechos fueron los siguientes: la British Airports Authority, que poseía y explotaba siete aeropuertos internacionales del Reino Unido, fue privatizada mediante la Airports Act 1986 (Ley de aeropuertos de 1986), de 8 de julio. Dicha Ley confería al Secretary of State la facultad de aprobar, con o sin modificaciones, los estatutos de la sociedad que debía asumir las funciones de la British Airports Authority. En 1987 BAA plc se constituyó con este fin. Se creó una acción especial de una libra esterlina (*One Pound Special Share*) a favor del *Secretary of State for Transport*. Los estatutos de BAA, de 7 de julio de 1987, definían detalladamente aquella acción especial, así como los derechos y facultades vinculados a la misma. La acción especial sólo podía cederse a uno de los *Secretaries of State* de su Majestad, a otro ministro de la Corona o a cualquier otra persona que actuase en nombre de la Corona. Según los mencionados estatutos se consideraba que determinados actos que alteraban los derechos asociados a la acción especial y, en consecuencia, sólo eran efectivos si mediaba el consentimiento escrito del titular de dicha acción para la modificación, supresión o alteración del efecto de al menos uno de los artículos que definían, directa o indirectamente, tales derechos. Además en los estatutos constaba un artículo (art. 40) cuya finalidad era “impedir que cualquier persona a excepción de una persona autorizada”, adquiriera, real o presuntamente (o así le pareciera a los administradores sociales), cualquier derecho sobre acciones de la sociedad que diesen derecho, o que pudiesen darlo en determinadas circunstancias, a más del 15% de los votos que podrían emitirse para la adopción de cualquier acuerdo de cualquier junta general de la sociedad (aunque tales votos no pudiesen emitirse en relación con todos los acuerdos de todas las juntas generales).

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

Según expuso aquel Gobierno en el Derecho nacional de sociedades vigente en el Reino Unido, coexistían diversas clases de acciones y los derechos asociados a ellas podían variar tanto en lo que se refería a la participación en los beneficios de la sociedad como a su gestión, formando la “acción especial” (*golden share*) parte simplemente de una de estas clases”, siendo corriente, en algunas sociedades, las acciones sin derecho de voto. Añadiendo que ni las normas de Derecho privado que definían las características de las acciones disponibles en el mercado ni las que autorizaban a los titulares de las acciones especiales a participar en la toma de decisiones de una sociedad o requerían el consentimiento de aquel Gobierno para la adopción de determinados acuerdos, restringían el acceso al mercado.

Esto es, los derechos que reconocían al titular de la acción especial los estatutos de BAA, que exigían el consentimiento previo por escrito del Gobierno para que la sociedad pudiese adoptar ciertas decisiones, eran plenamente conformes con las normas ordinarias del Derecho de sociedades vigente en el Reino Unido, que permitían la emisión de distintas clases de acciones, careciendo de relevancia que tales normas fueran «habituales» o no.

Afirma el Tribunal de Justicia comunitario en su referida sentencia de 13 de mayo de 2003, que estando por el Tratado prohibidas todas las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros y entre los Estados miembros y terceros países, una normativa como la contenida en los estatutos de BBA plc que limitaba la adquisición de participaciones, o que restringía de otro modo la posibilidad de participar efectivamente en la gestión de una sociedad o en su control “constituía una restricción a la libre circulación de capitales”<sup>(144)</sup>.

---

<sup>(144)</sup> Precizando que, en particular, no podía estimarse el argumento del Gobierno del Reino Unido según el cual las medidas controvertidas no restringían el acceso al mercado en el sentido de la sentencia Keck y Mithouard (STJCE de 24 de noviembre de 1993, asuntos acumulados C-267/91 y C-268/91). Según dicha sentencia, no obstaculizaba el comercio entre los Estados miembros la aplicación a productos procedentes de otros Estados miembros de disposiciones nacionales que limitasen o prohibiesen, en el territorio del Estado miembro de importación, ciertas modalidades de venta, siempre que, en primer lugar, se aplicasen a todos los operadores afectados que ejerciesen su actividad en el territorio nacional y, en segundo lugar, afectasen del mismo modo, de hecho y de Derecho, a la comercialización de los productos nacionales y de los procedentes de otros Estados miembros, pues tal aplicación no podía impedir el acceso de estos últimos al mercado del Estado miembro de importación ni dificultarlo más que el de los productos nacionales (STJCE de 10 de mayo de 1995, Alpine Investments, asunto C-384/93). No obstante en el caso objeto de atención resultaba que, si bien era cierto que las restricciones controvertidas referentes a las operaciones de inversión eran indistintamente aplicables tanto a los residentes como a los no residentes, sí afectaban a la situación del adquirente de una participación como

V. A MODO DE CONCLUSIÓN, CONSIDERACIONES SOBRE LA DOCTRINA DE LA SENTENCIA OBJETO DE COMENTARIO EN TORNO A LA “ACCIÓN DE ORO”

Puede concluirse con una referencia particularizada a la doctrina contenida en la sentencia objeto de comentario pues aquella no es sino una síntesis, resumen y compendio de toda su jurisprudencia anterior sobre la “acción de oro” o *golden share*, a lo que se une la innegable oportunidad de la misma, al tratar sobre la privatización en ciernes del servicio postal universal en toda la Unión Europea<sup>(145)</sup>. A tal finalidad es indispensable exponer resumidamente los hechos objeto de atención en aquella sentencia y que fueron los que, de seguido, se relacionan<sup>(146)</sup>.

En 1989, la empresa estatal neerlandesa de correos, telégrafos y teléfonos se transformó en una sociedad anónima, denominada Koninklijke PTT Nederland NV (PTT). Con motivo de la privatización parcial de PTT, mediante la venta, en 1994, de un primer paquete de acciones equivalente al 30% de su capital, y posteriormente, en 1995, de un segundo paquete de acciones equivalente al 20% de éste, se modificaron los estatutos de dicha empresa para introducir una acción especial, denominada *golden share*, en beneficio del Estado neerlandés. En 1989, PTT se escindió en dos sociedades independientes, Koninklijke KPN NV (KPN), dedicada a las telecomunicaciones, y TNT Post Groep NV, posteriormente TPG NV (TPG), a los servicios postales. Con motivo de esta escisión, la acción especial que poseía el Estado neerlandés en PTT se modificó para que dicho Estado dispusiese de una acción especial en cada una de las dos sociedades nuevas. En principio, el Estado neerlandés podría ceder las acciones especiales que poseía en la sociedad correspondiente o a otro adquirente. En este último caso, la transmisión deberían aprobarla, en virtud del artículo 17 de los estatutos de KPN y de TPG, el Consejo de Administración y el Consejo de Supervisión de dicha sociedad.

Aquellas “acciones especiales” conferirían al Estado neerlandés derechos especiales de aprobación previa respecto a determinados acuerdos de los órganos de ambas

---

tal, de modo que podían disuadir a los inversores de otros Estados miembros a efectuar tales inversiones y, en consecuencia, condicionar el acceso al mercado. El Alto Tribunal comunitario también rechazó el argumento invocado por el Gobierno del Reino Unido, según el cual aquel caso versaba únicamente sobre el uso de instrumentos del Derecho privado de sociedades, pues las restricciones de que se trataba no resultaban de la aplicación normal del Derecho de sociedades, habida cuenta que los estatutos de BAA plc habían sido aprobados por el *Secretary of State* en virtud de la Airports Act 1986, por lo que aquel Estado miembro había actuado en su condición de autoridad pública.

(145) *Vid.* Directivas 97/67/CE, de 15 de diciembre de 1997 y 2002/39/CE de 10 de junio. Según acuerdo del Consejo de Ministros de Transportes, Telecomunicaciones y Energía de la Unión Europea celebrado el 1 de octubre de 2007, en Luxemburgo, la liberalización completa de los servicios postales en la Comunidad Europea se producirá en 2011, salvo para determinados países que se retrasa a 2013. Es singularmente relevante el “Dictamen del Comité de las Regiones sobre el tema ‘Servicios Postales comunitarios’”, de 6 de junio de 2007, publicado en el DOCE, serie C núm. 197 de 24 de agosto de 2007.

(146) Según se exponen en aquella sentencia.

sociedades. En virtud de los *Afspraken op Hoofdlijnen KPN en TPG* (acuerdos con KPN y TPG), el Estado neerlandés se comprometió, por un lado, a utilizar la acción especial que poseía en KPN únicamente si sus intereses como accionista importante lo requerían y, por otro lado, a utilizar la que poseía en TPG únicamente en esa misma hipótesis o si la protección del interés general inherente a la garantía del servicio postal universal lo requería. Dicho Estado se comprometió asimismo a no utilizar los derechos que le confieren esas “acciones especiales” para proteger a las sociedades interesadas contra un cambio de control no deseado. Entre 1998 y el término del plazo señalado en el dictamen motivado, esto es, el 6 de abril de 2003, la participación ordinaria del Estado neerlandés fue reduciéndose progresivamente hasta aproximarse al 20% en KPN y al 35% en TPG.

La Sala Primera del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas insiste, en la sentencia objeto de comentario, en su reiterada doctrina según la cual “el artículo 56 CE, apartado 1, prohíbe de manera general las restricciones a los movimientos de capitales entre los Estados miembros”<sup>(147)</sup>, y que al no existir en aquel Tratado una definición del concepto indicado de movimientos de capitales, lo constituyen, “en particular”, las inversiones en forma de participación en una empresa mediante la posesión de acciones que confiera la posibilidad de participar de manera efectiva en su gestión y control (inversiones denominadas “directas”) así como la adquisición de títulos en el mercado de capitales efectuada con la única intención de realizar una inversión, pero sin intención de influir en la gestión y control de la empresa (inversiones denominadas “de cartera”)<sup>(148)</sup>, debiéndose calificar como “restricciones” en el sentido del artículo 56 CE, apartado 1, “las medidas nacionales que puedan impedir o

(147) Precisa el abogado General, Sr. M. Poiares Maduro, en su conclusión 22 de las presentadas el 6 de abril de 2006, a propósito de la afirmación del Gobierno demandado de que las acciones especiales las poseía el Estado neerlandés no en su calidad de autoridad pública, sino como accionista particular, y que las acciones de oro o “acciones privilegiadas” eran corrientes en el Derecho de sociedades neerlandés, lo siguiente: a) Que “las normas del Tratado en materia de libre circulación de personas, servicios y capitales imponen obligaciones a las autoridades de los Estados miembros, independientemente de si éstas actúan en su calidad de autoridad pública o como entidad de Derecho privado”; b) Que “los Estados miembros están sujetos a las normas sobre libre circulación, de las que son claros destinatarios”; c) Que “en la medida en que tales normas no crean obligaciones para los particulares, los Estados miembros, cuando actúan como operadores del mercado, pueden estar sujetos a restricciones que no se aplican a otros”; d) Que “a los efectos de determinar si se restringe la libre circulación de capitales cuando el Estado goza de especiales poderes en la empresa, es irrelevante el modo en que tales poderes se conceden o la forma jurídica que adoptan”; e) Que “el hecho de que un Estado miembro actúe dentro del marco de su Derecho de sociedades no significa que sus facultades especiales no puedan constituir una restricción en el sentido del artículo 56 CE”, y f) Que “aun cuando las autoridades públicas (...) estuvieran exentas de la aplicación del artículo 56 CE cuando actúan como cualquier otro accionista, con arreglo al Derecho común de sociedades, habría que plantarse si la normativa que permite que ciertos accionistas obtengan determinados derechos especiales para protegerse de las reglas del mercado puede constituir en sí misma una restricción de la libre circulación de capitales”. Añadiendo que una normativa de ese tipo podía restringir el acceso al capital en el mercado nacional, al proteger la posición de determinados operadores que hubieran adquirido un bastión en dicho mercado, siendo probable además que dichos accionistas fueran, también, accionistas nacionales.

(148) Tomado El Tribunal de Justicia comunitario como “valor indicativo la nomenclatura anexa a la Directiva 88/361/CEE, del Consejo, de 24 de junio de 1988”.

limitar la adquisición de acciones en las empresas afectadas o disuadir a los inversores de los demás Estados miembros de invertir en el capital de éstas”<sup>(149)</sup>.

Aquellas “acciones especiales”, añade el Alto Tribunal comunitario, habían sido creadas como “consecuencia de decisiones adoptadas por el Estado con motivo de la privatización de ambas sociedades para asegurarse el mantenimiento de ciertos derechos estatutarios especiales”, constituyendo un supuesto típico de “acciones de oro”, que “debían calificarse como medidas estatales incluidas en el ámbito de aplicación del artículo 56 CE, apartado 1”, máxime teniendo en cuenta que los privilegios que aquellas acciones especiales conferían al Estado neerlandés no eran “ni demasiado aleatorios ni demasiado indirectos como para (no) constituir un obstáculo a la libre circulación de capitales”.

Las indicadas acciones especiales, afirma el Tribunal de Justicia comunitario, podían “disuadir a los inversores de los demás Estados miembros”, pues, en efecto, en virtud de tales “acciones especiales” una serie de decisiones de gestión muy importantes de los órganos de KPN y TPG (sociedades privatizadas) relativas tanto a las actividades de ambas sociedades como a su propia estructura (en especial, las cuestiones de fusión, de escisión o de disolución) dependían de su aprobación previa por el estado neerlandés. Ciertamente, precisa la sentencia objeto de comentario, dichas acciones especiales, por una parte conferían al Estado neerlandés “una influencia decisiva en la gestión de KNP y TPG (sociedades privatizadas) que no esta(ba) justificada por la magnitud de su inversión y que er(a) sensiblemente superior a la que su participación ordinaria en dichas sociedades le permitiría normalmente ejercer y, por otra parte, “limita(ban) la influencia de los demás accionistas con relación a la importancia de su participación en KPN y TPG”. Sumándose a todo ello que “además dichas acciones especiales únicamente (podían) amortizarse con el acuerdo del Estado neerlandés”.

Esto es, por una parte “al supeditar decisiones de tal importancia a la aprobación previa del Estado neerlandés, limitando así la posibilidad de que los demás accionistas participa(sen) efectivamente en la gestión de la sociedad (...), la existencia de dichas acciones puede tener una influencia negativa en las inversiones directas” y, por otra parte, “asimismo, las acciones especiales controvertidas pueden generar un efecto disuasorio sobre las inversiones en cartera, en KPN y TPG, (pues) una posible negativa del Estado neerlandés a aprobar una decisión importante, que los órganos de la sociedad (...) (hubieran) presentado como beneficiosa para los intereses de ésta, (podía), en efecto, pesar sobre el valor (bursátil) de las acciones de dicha sociedad y, por tanto, sobre el aliciente de una inversión en tales acciones”.

Así pues, continúa la meritada resolución del Alto Tribunal comunitario, “el riesgo de que el Estado neerlandés (ejercitase) sus prerrogativas para perseguir intereses que no concordasen con los intereses económicos de la sociedad (...) podría desincentivar las inversiones directas o de cartera en ésta”. Semejante referencia por la sentencia que se comenta, a que “no puede descartarse que, en determinadas circuns-

---

(149) *Vid.* STJCE de 4 de junio de 2002, asunto C-483/99.

tancias particulares, el Estado neerlandés (ejerciese) sus derechos especiales para defender intereses generales, que (podían) ser contrarios a los intereses de la sociedad de que se trate”, y a que “las acciones especiales controvertidas entrañaban, por lo tanto, el riesgo de que dicho Estado (bloquease) decisiones que los órganos de tales sociedades hayan preconizado por responder a los intereses económicos de éstas”, le obliga a entrar en el espinoso tema de la posible justificación de tales prerrogativas en defensa de los intereses generales, la delimitación de éstos y en las consecuencias de semejante contraposición, si la hubiere, de intereses generales-versus-intereses particulares.

Recuerda al respecto el Alto Tribunal comunitario que “la libre circulación de capitales puede verse, no obstante, limitada por medidas nacionales justificadas por las razones mencionadas en el artículo 58 CE o por razones imperiosas de interés general (...) siempre que no existan disposiciones comunitarias de armonización que establezcan medidas necesarias para garantizar la protección de esos intereses”, en cuyo caso, “corresponde, en principio a los Estados miembros decidir en qué nivel pretenden asegurar la protección de tales intereses legítimos y de qué manera debe alcanzarse este nivel”. Ahora bien, concluye el Tribunal de Justicia comunitario, “sólo pueden (los Estados miembros) hacerlo dentro de los límites trazados por el Tratado y, en concreto, respetando el principio de proporcionalidad, que exige que las medidas adoptadas sean adecuadas para garantizar la realización del objetivo que pretenden lograr y no van más allá de lo necesario para alcanzarlo”<sup>(150)</sup>.

Al igual que la anterior jurisprudencia comunitaria atinente a la “acción de oro”, la sentencia objeto de comentario aborda el obstáculo que los privilegios que incorporan a las “acciones de oro” pueden significar para la realización efectiva de la libertad de establecimiento y, de acuerdo con su anterior doctrina, resuelve que al ser aquélla posible restricción a semejante libertad “consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales (...) a los que se encuentran indisolublemente ligadas (...) una vez demostrada la vulneración del artículo 56 CE, apartado 1, (ya) no (era) necesario analizar separadamente las medidas (‘acción de oro’) a la luz de las normas del Tratado relativas a la libertad de establecimiento”<sup>(151)</sup>.

La doctrina del Alto Tribunal comunitario expuesta o largo del presente trabajo y que se resume en la sentencia objeto de comentario, es consistente con el sistema de

---

(150) Precisamente la “acción especial” (acción de oro) de que se trataba en el caso objeto de atención iba “más allá de lo necesario para salvaguardar la solvencia y continuidad de la empresa” que prestaba el servicio postal universal. *Item* más, el “ejercicio de tales derechos especiales no se (basaba) en ningún criterio preciso y no (debía) motivarse, lo que (imposibilitaba) por completo el control judicial efectivo”.

(151) Como precisa el Abogado General Sr. Poiares Maduro, en el asunto objeto de atención en la sentencia comentada “las partes están de acuerdo en que un examen basado en el artículo 43 CE ofrecería el mismo resultado que un examen con arreglo al artículo 56 CE. En efecto, en su jurisprudencia anterior sobre las acciones de oro, el Tribunal de Justicia opinó que no era necesario efectuar un examen separado con arreglo al artículo 43 CE. El Tribunal de Justicia declaró que, en la medida en que los poderes especiales controvertidos originaban restricciones a la libertad de establecimiento, dichas restricciones eran ‘consecuencia directa de los obstáculos a la libre circulación de capitales’”.

economía de mercado, pues es consecuente con la idea de que “cuando un Estado decide liberalizar un determinado sector del mercado, debe actuar de forma coherente con esa decisión”<sup>(152)</sup>, y de que si bien “el Tratado autoriza a los Estados miembros a mantener la propiedad pública de determinadas empresas. Sin embargo, no les autoriza a restringir selectivamente el acceso de los operadores del mercado a determinados sectores económicos una vez que dichos sectores han sido privatizados<sup>(153)</sup> (pues) si el

---

(152) Conclusión 28 del Abogado General Sr. Poiars Maduro, el cual además precisa lo siguiente, “esta exigencia de coherencia se deriva de la necesidad de garantizar que el Estado actúe de conformidad, bien con los métodos del mercado, bien con los métodos políticos”.

(153) En relación con la privatización del servicio postal universal y en lo que hace a nuestro sistema de correos, cabe recordar que “por medio de la disposición adicional primera de la Ley 24/1998, de 18 de julio, de Regulación del servicio postal universal y de liberalización de los servicios postales, se atribuyó a ‘Correos y Telégrafos’ la obligación de prestar el servicio postal universal bajo la forma de gestión de Entidad pública empresarial. Estas Entidades públicas empresariales se definen legalmente como aquellos ‘Organismos públicos a los que se encomienda la realización de actividades prestacionales, la gestión de servicios o la producción de bienes de interés público susceptibles de contraprestación’ (art. 53.1 Ley 6/1997, de 14 de abril, sobre Organización y funcionamiento de la Administración General del Estado, parcialmente modificada por las Leyes 50/1998 y 53/2002)”. Con posterioridad el art. 58 de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, estableció que “el Consejo de Ministros en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de aquella Ley, procedería a la constitución de una sociedad de las previstas en el artículo 6.1.a) del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por Real Decreto legislativo 1091/1988 y en la disposición adicional duodécima de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, con la denominación de Sociedad Estatal Correos y Telégrafos, Sociedad Anónima, cuyo capital social pertenecerá íntegramente a la Administración del Estado”, indicándose expresamente, como ya se dejó señalado, que “cualquier acto de disposición sobre el capital social o de adquisición, directa o indirecta, de participaciones sociales de la sociedad por personas o entidades ajenas a la Administración del Estado exigirá autorización a través de norma con rango de ley”. No obstante haberse sustituido la naturaleza jurídica de “Correos y Telégrafos” como Entidad pública empresarial por la de “Sociedad mercantil estatal”, pasando a denominarse “Sociedad estatal Correos y Telégrafos, SA”, la jurisprudencia sigue siendo reticente a asumir íntegramente las consecuencias de semejante alteración legal. Cabe recordar que antes de la constitución de la aquella sociedad mercantil estatal, “como tal Entidad el régimen que le correspondía a “Correos y Telégrafos” era el siguiente: 1) Formaba parte de la Administración del Estado, como una modalidad específica de Organismo Público previsto en el art. 43, apartados 1.b) y 3, de la Ley 6/1997. 2) El personal a su servicio se regía por el derecho laboral, salvo las excepciones previstas en el art. 55 de la misma ley 6/1997), debiendo procederse a la selección de aquel que no tuviese carácter directivo mediante convocatoria pública basada en los principios de igualdad, mérito y capacidad [art. 55.2.b) Ley 6/1997]. El nuevo marco legal que a partir de entonces vino a corresponder a esta sociedad suponía: 1) En lo que se refiere a su régimen jurídico organizativo siguió formando parte del sector público estatal, pero fuera de la estructura de la Administración del Estado, con pleno sometimiento a la normativa privada propia de la clase de sociedad mercantil adoptada, tal como resulta de lo dispuesto en el art. 166.2 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, de Patrimonio de las Administraciones Públicas. 2) En lo presupuestario, también continuó sujeta al régimen económico-financiero, contabilidad, intervención y control financiero del sector público estatal (arts. 1.º y 3.º Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria), cuya disposición final quinta aplaza hasta 1/1/05 la entrada en vigor de la mayoría de sus disposiciones, salvo algunas de ellas, entre las cuales los arts. 2.º y 3.º, siendo este último el que precisa que, a los efectos de la propia ley, el sector público estatal se divide en los subsectores administrativo, empresarial y fundacional, estando integradas las sociedades estatales en el segundo de tales subsectores. 3) En materia de personal al servicio de la nueva sociedad mercantil estatal acordó un

Estado pudiese lícitamente mantener especiales formas de control del mercado en las empresas privatizadas, podría fácilmente frustrar la aplicación de las normas sobre libre circulación permitiendo solamente un acceso selectivo y potencialmente discriminatorio a sectores sustanciales del mercado nacional”<sup>(154)</sup>.

Esto es, los Estados miembros de acuerdo con el sistema de libertades públicas (libertad económica) inherentes al sistema de economía social de mercado, han de observar el “principio de respeto de la autonomía de decisión de la empresa”, de tal manera que “cuando el Estado privatiza una empresa, la libre circulación de capitales exige que se proteja su autonomía económica, a menos que exista una necesidad de salvaguardar intereses públicos esenciales reconocidos por el Derecho comunitario. Así pues, cualquier tipo de control estatal de una empresa privatizada, siempre que sea ajeno a los mecanismos habituales del mercado, debe estar vinculado a la realización de las actividades de interés económico general asociadas a dicha empresa”<sup>(155)</sup>, y si “ciertas preocupaciones” pueden justificar que los Estados miembros conserven cierta influencia en las empresas inicialmente públicas que se privaticen posteriormente, cuando dichas empresas actúen en el ámbito de los servicios estratégicos o de interés general “resulta claro que tal influencia debe quedar estrictamente circunscrita a asegurar obligaciones fundamentales de interés público”<sup>(156)</sup>.

---

régimen mixto: conservaban la condición de funcionarios quienes la ostentaren en el momento de la inscripción en el Registro mercantil de la escritura de constitución de la nueva sociedad mercantil estatal (art. 58.Siete Ley 14/2000). El resto de personal mantendría un régimen laboral, distinguiendo dentro del mismo entre: A) el colectivo “que en la citada fecha de inscripción ya estuviere contratado, en cuyo caso conservará su contrato con la antigüedad, categoría y retribución que hubiere consolidado en la entidad pública” (art. 58.Dieciséis Ley 14/2000); B) el que fuese contratado tras la repetida fecha de inscripción e inicio de la actividad de indicada sociedad mercantil estatal, el cual se someterá al régimen ordinario de derecho laboral (art. 548.Diecisiete Ley 14/2000). No obstante lo cual es reiterada la jurisprudencia laboral, tanto en sentido estricto como de los Tribunales Superiores de Justicia, según la cual “pese a la conversión de Correos y Telégrafos en una Sociedad Anónima Estatal, ello no le ha dotado de las particularidades de un empresario privado, ya que el artículo 58 de la Ley 14/2000 y el convenio colectivo establecen una regulación de carácter más complejo, con la permanencia de elementos públicos de selección y promoción interna”(En términos de la SSTSJ de la Comunidad Autónoma del País Vasco de 18 de noviembre de 2004 y 30 de enero de 2007. Por todas *vid.* STS, Sala de lo Social, de 5 de diciembre de 2006).

<sup>(154)</sup> Conclusión 29 del Abogado General Sr. Poiares Maduro, que añade, en su conclusión 32, lo siguiente “apenas cabe dudar que las acciones de oro en KPN y TPG constituyen una restricción a la libre circulación de capitales”, pues “confieren al Estado un derecho de aprobación previa de una serie de importantes decisiones, incluidos los acuerdos de la junta general de accionistas relativos a la fusión, escisión o disolución de la sociedad, y a diversas modificaciones de los estatutos sociales”.

<sup>(155)</sup> Según precisa el Abogado General Sr. Poiares Maduro, en conclusión 30.

<sup>(156)</sup> Indica el Abogado General Sr. Poiares Maduro, conclusión 31.

---

# NOTICIAS

---

## **1. NORMATIVA ESTATAL Y AUTONÓMICA DE LAS CAJAS DE AHORROS**

La Confederación Española de Cajas de Ahorros, mediante un CD, ha realizado la tarea de recopilar la normativa estatal y autonómica de las Cajas Ahorro actualizada hasta primeros de enero de 2008.

La labor realizada ha de estimarse como extraordinariamente valiosa en cuanto recoge, en primer lugar, las normas de carácter estatal sobre las Cajas de Ahorros y, en segundo término, las disposiciones de todas nuestras Autonomías. En la parte final se contiene un detallado índice por materias que resulta extraordinariamente útil y que ocupa nada menos que unas 150 páginas de las 1512 que forman la obra.

La impresionante tarea realizada, sin perjuicio de merecer un amplio elogio, nos pone de manifiesto en esta materia, como en otras, la defectuosa forma de legislar, que se manifiesta no simplemente en nuestro ordenamiento, sino también en otros países de nuestro entorno. La proliferación de normas en el campo de las entidades de crédito se ve incrementada con la abundante floración de directivas, reglamentos y recomendaciones sobre esta materia en el campo de la Unión Europea, aun cuando dentro del ámbito comunitario domine el principio de la subsidiariedad vinculado al más trascendente de la creación de un mercado único.

El resultado es, como se ha repetido tantas veces, una dispersión en la legislación que nos aleja de la seguridad jurídica, presupuesto necesario para una ordenación adecuada de cualquier mercado. Es claro que la unidad de mercado requiere una unidad, dentro de lo posible, del ordenamiento jurídico. La ingente obra realizada por la Confederación Española de Cajas de Ahorros nos muestra lo alejados que nos encontramos de la obtención de esa finalidad.

Se ha reiterado el propósito de “legislar mejor”, que se repite como un objetivo necesario por parte de la Unión Europea, pero ni ella misma, ni los Estados miembros ni sus Comunidades Autónomas se consideran capaces de alcanzar ese objetivo. La gran obra codificadora realizada tras la Revolución francesa estuvo dominada por la idea expuesta por los grandes juristas de la Ilustración sobre la necesaria superación de una fragmentación jurídica existente en Francia en el siglo XVIII, que hacía perder el respeto al cumplimiento del derecho.

Legislar no es igual a gobernar, sino que, por el contrario, el buen gobierno exige pocas leyes que, habiendo sido pensadas suficientemente, sepan refundir los mandatos que aparecen dispersos en tantas disposiciones con frecuencia confusas y contradictorias. Al observar una obra como la realizada por la Confederación, al tiempo que produce admiración por el esfuerzo que ha implicado, nos pone de manifiesto que se ha de rectificar en el camino seguido de una proliferación legislativa que nos aleja de los fines que el ordenamiento jurídico debe cumplir.

El Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros Juan Quintás Seoane indicaba en esta Revista (“Los nuevos entornos regulatorios y las Cajas de Ahorros españolas”, n.º 108, 2007, pp. 9 y ss.) la necesidad de una mejor regulación y enunciaba los principios que debían dominarla, así como los beneficios que podrían obtenerse de esa tarea, planteando de esta manera una cuestión esencial dentro de nuestra política legislativa en el campo de las entidades financieras.

*Fernando Sánchez Calero*

## **2. DESARROLLO REGLAMENTARIO DE LA NORMATIVA SOBRE EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: EL REAL DECRETO 217/2008**

### **1. Antecedentes y aspectos generales del Real Decreto 217/2008**

En el BOE n.º 41, del sábado 16 de febrero de 2008, se publicó el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Este Real Decreto 217/2008 tiene un doble objetivo de política legislativa: primero, completar la transposición de la Directiva 2006/73/CE que desarrolló la Directiva 2004/39/CE (ver nuestra noticia sobre “*Desarrollo de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros por el Reglamento (CE) n.º 1287/2006 de la Comisión y por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión*”, en esta RDBB n.º 105, 2007, págs. 173 a 176), y, segundo, completar el desarrollo reglamentario del régimen de las entidades que prestan servicios de inversión, tras las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007 (ver nuestra noticia sobre “*La reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007*”, en esta RDBB n.º 109, 2008, págs. 306 a 313). Por lo tanto, este Real Decreto 217/2008 comparte los principios de la última reforma legal que desarrolla y que son: modernización de los mercados financieros, refuerzo de las medidas de protección de los inversores y adaptación de los requisitos de adaptación de las entidades que presten servicios de inversión.

Este Real Decreto 217/2008 ha entrado en vigor el 17 de febrero de 2008 y ha derogado el Real Decreto 867/2001, el Real Decreto 629/1993, las Secciones 3.ª y 5.ª de la Orden Ministerial de 25 de octubre de 1995 y los apartados 2.º y 3.º de la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999.

## **2. Ámbito de aplicación del Real Decreto 217/2008: la estructura de la intermediación en el mercado de valores**

En primer lugar, el Real Decreto 217/2008 —en su título Preliminar, dedicado a las disposiciones generales (artículos 1, 2 y 3)— delimita la estructura de la intermediación en el mercado de valores por referencia a sus distintos elementos de modo tal que: se ocupa de los sujetos, tales como las empresas de servicios de inversión (en adelante ESIs), las entidades de crédito nacionales y extranjeras y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (en adelante SGIIC), indicando con qué alcance se aplica esta normativa, además de referirse a los conceptos de persona competente, analista financiero y alta dirección de una ESI; de los objetos, definiendo las nociones de canal de distribución, soporte duradero o delegación, y de las funciones u operaciones, definiendo la noción de operación de financiación de valores.

## **3. Concepto y tipos de ESIs**

Una vez delimitado su ámbito de aplicación, el Real Decreto 217/2008 —en el capítulo I del título I (artículos 4 a 8)— se ocupa del concepto y los tipos de ESIs reproduciendo y desarrollando lo establecido en el capítulo I del título V de la LMV sobre ambos aspectos. Además, se ocupa de los servicios de inversión, los servicios auxiliares y las eventuales actividades accesorias que puedan realizar las ESIs; así como de la reserva de las denominaciones y abreviaturas propias de las ESIs (SV, AV, SGC y EAFI) y de la reserva de las actividades de intermediación tipificadas a favor de las entidades autorizadas para su desarrollo.

Hay que tener en cuenta que la Sección 2.<sup>a</sup> del capítulo III del título I del Real Decreto 217/2008 (artículos 20 a 23) desarrolla el régimen específico de las empresas de asesoramiento financiero (en adelante EAFIs) que afecta a su autorización por la CNMV y los requisitos que les son exigibles para ejercer su actividad, entre los que se encuentran los requisitos financieros cuando se trate de personas jurídicas.

También es preciso tomar en consideración que el capítulo III del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 51 a 53) se ocupa del régimen especial de las operaciones por cuenta propia de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de carteras (en adelante SGCs).

Por último y en relación con lo anterior, cabe añadir que, en el capítulo IV del título I del Real Decreto 217/2008 (artículos 24, 25 y 26) se establece el régimen de los agentes de las ESIs, desarrollando las previsiones del artículo 65 bis de la LMV en los aspectos de contratación de los agentes, su régimen de representación y la comunicación y publicidad de las relaciones de representación.

## **4. El acceso de las ESIs al ejercicio de su actividad típica**

El Real Decreto 217/2008 —en el capítulo III del título I (artículos 12 a 23)— se ocupa de las condiciones de acceso a su actividad por parte de las ESIs, desarrollando las previsiones del capítulo II del título V de la LMV. Dicho acceso está condicionado

a la obtención de la autorización administrativa del Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV y opera conforme al sistema de autorización sobre proyecto de constitución. En concreto, se desarrolla el régimen general de autorización y registro de las ESIs, con los requisitos necesarios para ejercer su actividad, prestando una particular atención a los requisitos financieros y los requisitos que debe reunir la solicitud de autorización y los documentos que han de acompañarla, en especial, el programa de actividades y sus eventuales modificaciones. Como antes dijimos, también se establece el régimen especial de autorización y requisitos exigibles a las EAFIs.

### **5. Los requisitos organizativos exigibles a las ESIs**

Una vez reguladas las condiciones de acceso de las ESIs a su actividad típica, el Real Decreto 217/2008 —en el capítulo I del título II (artículos 27 a 47)— se ocupa de los requisitos organizativos que deben cumplir las ESIs en el ejercicio de su actividad. Estos requisitos organizativos en sentido amplio abarcan los siguientes aspectos:

a) En primer lugar, los requisitos de organización interna que deben cumplir las ESIs en desarrollo del artículo 70 ter de la LMV —desarrollados en la Sección 1.<sup>a</sup> sobre “organización” del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 27 a 31)— que se refieren a la salvaguarda de la información, a las políticas de continuidad y regularidad en la prestación de sus servicios, a los procedimientos de generación de la información financiera exigible, a la evaluación periódica de sus mecanismos de control interno, a su función de cumplimiento normativo (señalando las condiciones que debe cumplir la unidad que en la ESI se ocupe de tal función), a sus procedimientos y políticas de gestión de riesgos (señalando las condiciones que debe cumplir la unidad que en la ESI se ocupe de tal función), a su auditoría interna (que debe desempeñarse por un órgano independiente dentro de la estructura de la ESI) y a la responsabilidad de la alta dirección de la ESI de garantizar el cumplimiento por la misma de la LMV y generar, con una frecuencia mínima anual, informes sobre el cumplimiento normativo, la gestión de riesgos y la auditoría interna.

b) En segundo lugar, los registros obligatorios que deben llevar las ESIs, desarrollando las previsiones del artículo 79 ter de la LMV —desarrollados en la Sección 2.<sup>a</sup> sobre “registros obligatorios” del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 32 y 33)— sobre el registro de contratos, además del registro de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros y el de operaciones.

c) En tercer lugar, los mecanismos de prevención y gestión de conflictos de intereses que abarcan dos tipos de medidas, dependiendo del tipo de conflicto que se quiera prevenir:

— Primero, la prevención y gestión de los conflictos de intereses que se puedan plantear entre los de las denominadas “personas competentes” [que serán los administradores, socios, directivos, agentes o empleados de las ESIs o de las ECs definidos en el apartado c) del artículo 2] y los de otro sujeto que actúe en el mercado o los del mercado en general. Se trata del régimen de las “operaciones personales”, reguladas en

la Sección 3.<sup>a</sup> del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 34 y 35) desarrollando las previsiones del artículo 70 ter.1.d) de la LMV.

— Segundo, la prevención y gestión de los conflictos de intereses que se puedan plantear entre las propias entidades que presten los servicios de inversión y sus clientes. Se trata del régimen de los “conflictos de interés”, reguladas en la Sección 6.<sup>a</sup> del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 44 y 47) desarrollando las previsiones del artículo 70 quáter de la LMV mediante la identificación de los conflictos de interés potencialmente perjudiciales para los clientes y la obligación de establecer una política de gestión de dichos conflictos, un registro de servicios que originan aquellos conflictos y una exigencia de requisitos organizativos adicionales cuando una entidad que presta servicios de inversión elabora y divulga informes de inversiones.

d) En cuarto lugar, el régimen de delegación de funciones y servicios por parte de las entidades que prestan servicios de inversión, desarrollando las previsiones del artículo 70 ter.2.d) de la LMV —en la Sección 4.<sup>a</sup> sobre “delegación de funciones o servicios” del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 36, 37 y 38)— mediante la definición de las funciones esenciales para la prestación de los servicios de inversión y el establecimiento de las condiciones necesarias para delegar la realización de servicios de inversión o el ejercicio de funciones esenciales para su prestación, con especial atención a los requisitos exigibles para la válida delegación del servicio de gestión de cartera en prestadores de servicios situados en terceros países extracomunitarios.

e) Por último, el sistema para la protección de los activos de los clientes por parte de las entidades que prestan servicios de inversión, desarrollando las previsiones del artículo 70 ter.1.f) y 2.c) de la LMV —en la Sección 5.<sup>a</sup> sobre “protección de los activos de los clientes” del capítulo I del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 39 a 43)— mediante los requisitos organizativos, tales como registros y cuentas, necesarios para conseguir tal protección y, en particular, para minimizar el riesgo de pérdida o disminución del valor de los activos de los clientes o de los derechos relacionados con aquellos. En particular, se desarrollan los requisitos precisos para garantizar la adecuada custodia de los instrumentos financieros de los clientes, con el eventual depósito de aquellos en una cuenta o cuentas abiertas con un tercero; y el depósito inmediato de los fondos que reciban aquellas entidades de sus clientes en entidades de crédito, bancos centrales o fondos del mercado monetario habilitados al efecto. Este sistema de protección de los activos de sus clientes por las entidades que prestan servicios de inversión se completa con las previsiones sobre la utilización de los instrumentos financieros de los clientes y sobre la exigencia de que los auditores externos de dichas entidades remitan a la CNMV un informe anual sobre la adecuación de las medidas adoptadas para conseguir dicha protección.

En relación con estos últimos requisitos, interesa llamar la atención sobre los requisitos informativos relacionados con los instrumentos financieros de los clientes; requisitos que se establecen en el artículo 65 del Real Decreto 217/2008 para la información con vistas a la salvaguardia de los instrumentos financieros o los fondos de los clientes y en el artículo 70 sobre los estados de instrumentos financieros o de los fondos de los clientes.

## 6. Los requisitos financieros de las ESIs

Las ESIs deben cumplir los requisitos financieros legalmente exigibles en dos momentos:

a) Primero, en el momento de acceder a su actividad típica, de tal manera que entre los requisitos para obtener la autorización administrativa se encuentra la existencia de un capital social mínimo totalmente desembolsado en efectivo [artículo 67.2.d) LMV]. Las exigencias del capital mínimo se desarrollan por los artículos 15 y 22 del RD 217/2008 y se diversifican atendiendo al tipo de ESI de que se trate de modo tal que:

— Las sociedades de valores deben tener un capital mínimo de 2.000.000 de euros.

— Las agencias de valores deben tener un capital mínimo que oscila desde los 120.000 hasta los 500.000 euros en función de los servicios de inversión que pretendan prestar y, muy en particular, dependiendo de si pretenden adquirir o no la condición de miembros secundarios de valores. En particular, cuando únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros de sus clientes pueden optar por un seguro de responsabilidad civil profesional con una cobertura mínima de 2.500.000 euros por reclamación de daños y un total de 3.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones o una combinación de ambos.

— Las sociedades gestoras de carteras deben tener un capital de 120.000 euros.

— Las empresas de asesoramiento financiero que sean personas jurídicas deben tener un capital inicial de 50.000 euros o un seguro de responsabilidad civil profesional con una cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones o una combinación de ambos; mientras que las que sean personas físicas deberán tener este último tipo de seguro.

b) Segundo, durante el ejercicio de su actividad deberán mantener unos requisitos financieros adecuados que, a su vez, pueden clasificarse en dos categorías, la primera de las cuales se concreta en la exigencia de mantener los requisitos financieros establecidos en el capítulo II del título II del Real Decreto 217/2008 (artículos 48 a 50) que regula el coeficiente de liquidez que deben mantener determinadas ESIs, conforme al artículo 70.1.b) de la LMV, así como las operaciones financieras que pueden realizar las ESIs bien con entidades financieras o bien con el público en general.

c) Esta exigencia de cumplir los requisitos financieros durante el desarrollo de su actividad se proyecta también en la necesidad de mantener unos recursos propios mínimos adecuados a los servicios y actividades que presten y al volumen efectivo de su actividad. Este requisito para mantener la autorización [artículo 67.2.d) LMV] se desarrolla por el título II del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, que contiene las “disposiciones relativas a las empresas de servicios de inversión” (artículos 77 a 114). Estas disposiciones regulan los siguientes aspectos:

— En primer lugar, su ámbito de aplicación que afecta a las sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, pero no a las empresas de asesoramiento financiero. A su vez, las ESIs afectadas deben cumplir los requerimientos de recursos propios tanto a nivel individual como a nivel consolidado de grupo, estableciéndose las formas de cumplimiento de los requisitos tanto individuales como en base consolidada tomando en consideración la estructura de los grupos en que estén integradas las ESIs, bien como matrices o filiales y bien con presencia de entidades españolas o extranjeras que pueden ser a su vez comunitarias o extracomunitarias (ver el capítulo I, artículos 77 a 87).

— En segundo lugar, se definen los recursos propios de las ESIs y de sus grupos consolidables, estableciendo qué elementos pueden integrar los recursos propios computables, qué elementos deben deducirse de los mismos, qué condiciones de contabilidad rigen para los recursos propios básicos y los de segunda categoría y qué límites deben aplicarse en el cómputo de tales recursos propios. Además, se abre la posibilidad de que las ESIs y sus grupos que estén sujetos a la cobertura de riesgos ligados a la cartera de valores de negociación utilicen una definición alternativa de recursos propios (ver el capítulo II, artículos 88 a 93).

— En tercer lugar, se establecen los requerimientos de recursos propios que deben cumplir las ESIs conforme al artículo 70.1.a) de la LMV con carácter general y se especifican los requerimientos de recursos propios por riesgos ligados a la cartera de negociación, por riesgo de tipo de cambio, por riesgo de materias primas, por riesgo de crédito y por riesgo operacional (ver el capítulo III, artículos 94 a 99).

— En cuarto lugar, se establece el sistema de autocontrol de sus recursos propios por las ESIs que se compone de los requisitos de organización sobre política de gestión de riesgos, en desarrollo del artículo 70.ter.2.a) y b) de la LMV y del proceso de autoevaluación del capital interno de las ESIs (ver el capítulo IV, artículos 100 a 103).

— En quinto lugar, se establece el sistema de supervisión pública por la CNMV de los requerimientos de recursos propios en base individual y especialmente en base consolidada, tomando en consideración las necesidades de cooperación con otras autoridades competentes de Estados comunitarios y las relaciones con terceros países extracomunitarios, todo ello en el marco de los artículos 87 bis.1 y 91 de la LMV (ver el capítulo V, artículos 104 a 110).

— Por último, la regulación de los recursos propios de las ESIs y de sus grupos consolidables se completa con normas de transparencia (ver el capítulo VI, sobre “divulgación de información”, artículos 111 y 112) y de medidas para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia (ver el capítulo VII, sobre “otras normas de solvencia para las ESIs”, artículos 113 y 114).

## **7. La actuación transfronteriza de las ESIs**

El Real Decreto 217/2008, en el capítulo II de su título III (artículos 55 a 57), completa el régimen legal establecido en el capítulo IV del título V de la LMV (artículos 71 a 71 quáter) desarrollando los movimientos de salida de las ESIs españolas a

Estados extracomunitarios que se pueden realizar de forma directa, abriendo una sucursal o prestando servicios de inversión sin sucursal; o de forma indirecta, creando empresas que presten servicios de inversión o adquiriendo participaciones en las mismas.

#### **8. Las normas de conducta aplicables a las entidades que presten servicios de inversión**

El título IV del Real Decreto 217/2008 desarrolla un conjunto de normas de conducta, previstas en la LMV, que deben cumplir tanto las ESI como las restantes personas o entidades —muy particularmente las entidades de crédito— que estén habilitados para prestar servicios de inversión. Estas normas de conducta pueden agruparse en las cuatro categorías siguientes:

a) Normas de conducta relativas a los clientes que, a su vez, inciden en la clasificación de los mismos, regulándose la información referente a dicha clasificación (artículo 61) y la consideración adicional de contrapartes elegibles (artículo 58); y en las denominadas evaluaciones de idoneidad y de conveniencia, previstas en los apartados 6 y 7 del artículo 79 bis de la LMV (ver el capítulo III del título IV del Real Decreto 217/2008, artículos 72 a 74).

b) Normas de conducta referidas a la información que, en particular, establecen:

— Las condiciones que debe cumplir la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas a clientes minoristas, incluidos los clientes potenciales para considerarse imparcial, clara y no engañosa a los efectos del artículo 79 bis.2 de la LMV (artículo 60).

— Los requisitos generales de información a clientes tanto profesionales como minoristas, exigida por los artículos 63 a 66 de la LMV (artículo 62); así como los requisitos específicos que debe reunir la información referida a los siguientes aspectos: la información sobre la ESI y sobre sus servicios de inversión destinada a clientes minoristas (artículo 63); la información sobre los instrumentos financieros, con particular incidencia en su naturaleza y riesgos (artículo 64); la información que debe proporcionarse a los clientes minoristas, incluidos los potenciales, sobre costes y gastos asociados (artículo 66); la información sobre la ejecución de órdenes, tanto de las no relacionadas con el servicio de gestión de carteras (artículo 68) como sobre el servicio de gestión de carteras (artículo 69).

c) Normas de conducta relacionadas con la ejecución de órdenes. Dentro de este grupo de normas de conducta podemos incluir las que regulan los incentivos permitidos a los efectos del artículo 79 de la LMV (artículo 59); el régimen de las tarifas aplicables a las comisiones (artículo 71); la denominada “ejecución óptima (obtención del mejor resultado posible)” con referencia detallada a cuáles son los criterios de mejor ejecución a los efectos del artículo 79 sexies.1.a) y 4 de la LMV, las condiciones que debe cumplir la política de ejecución de órdenes a los efectos del artículo 79 sexies.2 y 5 de la LMV y la concreción del deber de actuar en defensa del

mejor interés para sus clientes en la ejecución de órdenes cuando se prestan los servicios de gestión de cartera y de recepción y transmisión de órdenes (capítulo V del título IV, artículos 77 a 79); y la tramitación de órdenes de clientes, estableciendo tanto los principios generales de dicha tramitación como los específicos de acumulación y atribución de órdenes (capítulo VI del título IV, artículos 80 y 81).

d) Normas de conducta relacionadas con los documentos contractuales, estableciendo que la referencia a los derechos y obligaciones de las partes en los contratos pueda hacerse por remisión a otros documentos o textos legales a los efectos del artículo 79 ter de la LMV y habilitando al Ministro de Economía y Hacienda para determinar los supuestos en que será obligatoria la existencia de contratos tipo o contratos reguladores (capítulo IV del título IV, artículos 75 y 76).

## **9. La modificación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva**

La Disposición Final Tercera del Real Decreto 217/2008 modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre (en adelante, RIIC) en los siguientes aspectos:

a) Da nueva redacción a la definición de los instrumentos del mercado monetario contenida en el artículo 36.1.h) del RIIC, dentro de los activos aptos para la inversión de las IIC (a estos efectos, ver nuestra noticia sobre “La Directiva 2007/16/CE, de la Comisión, sobre las inversiones de los OICVM”, en esta RDBB n.º 106, 2007, págs. 199 y 200).

b) Da nueva redacción al artículo 97 del RIIC para declarar específicamente aplicable lo dispuesto en el título IV del Real Decreto 217/2008 a las SGIIC, a las entidades depositarias de IIC, a las IIC que revistan la forma de sociedad, a las entidades comercializadoras de acciones y participaciones de IIC y a sus respectivos administradores, directivos, empleados, agentes y apoderados.

c) Da nueva redacción al artículo 98.2 del RIIC para establecer que los reglamentos internos de conducta de las entidades anteriores deben estar inspirados en el título IV del Real Decreto 217/2008.

d) Adiciona un nuevo artículo 98 bis sobre asignación de operaciones.

A lo anterior cabe añadir que el artículo 67 del Real Decreto 217/2008 considera que constituye información suficiente sobre las acciones o participaciones de IIC, incluida la referida a las comisiones de suscripción o adquisición y de reembolso o enajenación, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 79 bis.2 de la LMV, la elaboración del folleto simplificado exigido por el artículo 17 de la Ley 35/2003.

Por último, conviene recordar que el Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, ha modificado el artículo 59 del RIIC sobre financiación de las IIC de carácter inmobiliario.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### 3. APROBADA LA NUEVA DIRECTIVA SOBRE CRÉDITO AL CONSUMO

Se ha aprobado recientemente la Directiva 2008/48/CE, de 23 de abril de 2008 relativa a los contratos de crédito al consumo (v. DUE L n.º 133, 22 de mayo de 2008, pág. 66 y siguientes). Esta Directiva viene a sustituir a la precedente directiva de crédito al consumo de 1987, que quedará derogada a partir del 12 de mayo del año 2010. En esta fecha, los Estados miembros habrán debido de adoptar y publicar las disposiciones necesarias para dar cumplimiento al contenido de la Directiva.

Esta nueva Directiva constituye una norma de referencia obligada y relevante con respecto a la protección de los consumidores en todo lo que son contratos de crédito. Reproduce algunos de los principios de la anterior Directiva de 1987, sobre todo en lo que se refiere al objetivo de ofrecer a los consumidores de crédito un marco normativo que les ofrezca un grado de protección suficiente y que genere la confianza en el ámbito del mercado interior. Lo que se quiere es avanzar en este caso con el grado de armonización entre las legislaciones nacionales, de tal manera que la Directiva que estamos reseñando proclama la necesidad de una armonización total.

Los principales aspectos de la Directiva que pueden destacarse comienzan por el propio ámbito de las definiciones, puesto que el mismo concepto de consumidor parece restringirse a personas físicas, aquéllas que actúan en las relaciones con las entidades de crédito al margen de su actividad comercial o profesional. En definitiva, se adopta un concepto de consumidor mucho más restrictivo que el que ha venido primando en nuestro ordenamiento. Las principales disposiciones de la Directiva se refieren a temas esenciales desde el punto de vista de la tutela del consumidor o cliente bancario, como es en primer lugar todo el régimen de la información precontractual en la que la Directiva mejora sensiblemente la regulación anterior. En segundo lugar, la información también se proyecta sobre lo que son las condiciones del contrato, que deberán cumplir la condición de precisión y claridad para una mejor interpretación por el consumidor, y además que deberán de culminar, como no puede ser de otra manera, con una información específica sobre el tipo de interés que le será aplicado en las operaciones.

El derecho de desistimiento aparece como una de las cuestiones más relevantes en la regulación y se concreta en el reconocimiento al consumidor de un plazo de 14 días hábiles para desistir del contrato de crédito de manera unilateral y sin tener que justificar causa alguna.

La Directiva, como hemos señalado ya, tiene que incorporarse en un plazo relativamente breve por los Estados miembros, pues no en vano estamos ante una norma que va a tener una incidencia muy considerable en uno de los principales aspectos del Mercado interior, como es la financiación de los consumidores.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

#### **4. DESISTIMIENTO DEL RECURSO DE LA COMISIÓN EUROPEA CONTRA LA LEGISLACIÓN FRANCESA SOBRE PROHIBICIÓN DE REMUNERACIÓN DE CUENTAS CORRIENTES**

En un número anterior de esta Revista (v. RDBB 106, pp. 194-195), referíamos que la Comisión Europea había anunciado en julio del año pasado un recurso contra Francia ante el Tribunal de Justicia, por considerar que la prohibición de abonar intereses por los depósitos en cuentas corrientes bancarias (prevista en el *Code Monétaire* francés) constituía una violación de la libertad de establecimiento consagrada en el artículo 43 del Tratado CE (de acuerdo con la doctrina establecida por el Tribunal en el Asunto *La Caixa* [C-02/442]).

Finalmente, el 18 de diciembre de 2007 se publicó la Ley francesa número 2007-1774, de 17 de diciembre de 2007, comprensiva de diversas disposiciones de adaptación al Derecho comunitario en los ámbitos económico y financiero. Según había manifestado el Consejo de Ministros francés, al presentar el proyecto de Ley el 18 de septiembre de 2007, “*en el sector financiero, el proyecto de ley suprime las disposiciones legislativas del Código Monetario y Financiero relativos a la prohibición de remunerar las cuentas corrientes, ya privadas de efecto desde la sentencia de 8 de marzo de 2005 adoptada en aplicación de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas*”.

A la vista de ello, la Comisión Europea ha anunciado que desiste del recurso por incumplimiento, al considerar que Francia ha abolido completamente la legislación del Código Monetario que infringía la norma del Tratado.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

#### **5. INFORME CONJUNTO DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES Y DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES EN EUROPA. SITUACIÓN ACTUAL, PROYECTOS EN CURSO Y RECOMENDACIONES (DICIEMBRE 2007)**

Una de las características de la parcela del Ordenamiento jurídico denominada Derecho del Mercado de Valores es el incesante cambio normativo, propiciado por la necesidad de regular —allí donde resulte necesario— las innovaciones que desarrollan los operadores financieros. El Informe conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España sobre los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa es un testimonio de las modificaciones estructurales que acusa el sector de la post-contratación de valores durante los últimos años. Esta realidad ha motivado propuestas normativas de origen, alcance y estado de desarrollo muy

diverso, aunque coincidentes en la necesidad de superar la fragmentación del mercado, uniformar la regulación, fortalecer la competencia y garantizar a los inversores la libertad de elección entre los sistemas de compensación y liquidación a nivel europeo.

Antes de referirnos al contenido del Informe, se debe destacar la co-autoría del mismo por parte de la CNMV y el Banco de España, entidades supervisoras de la post-contratación en España, pues de ello se debe concluir que se trata de un diagnóstico no sólo de muy autorizada fuente, sino —y ello es de mayor importancia— que exista la unanimidad en los entes supervisores acerca de la necesidad de, por una parte, participar de los procesos de cambio actualmente en desarrollo a nivel europeo y, por otra, acometer a nivel interno la modificación legal del sistema vigente a fin de permitir la inserción española en el nuevo modelo europeo de compensación, liquidación y registro de valores. Asimismo, se debe subrayar que no se trata de un documento normativo, sino de discusión. El Informe pretende abrir un debate público y necesario acerca del estado actual y la arquitectura futura de infraestructura de la post-contratación en Europa y en España, fruto del cual podrán resultar las iniciativas legislativas destinadas a la homologación de los actuales procesos de compensación, liquidación y registro de valores español con los estándares europeos.

El Informe consta de seis capítulos. El primero de ellos describe las funciones y los elementos de competencia y riesgo de la post-contratación. Se expone pedagógicamente la forma como se pueden estructurar los servicios de compensación, liquidación y registro de valores, procurando hacer notar la diversidad existente en el entorno europeo, diversidad que, en un plano jurídico, comporta la —menos deseable— falta de armonización normativa, lo que aumenta el “riesgo legal” de las operaciones y posibilita el “arbitraje regulatorio”.

El segundo capítulo explica los procesos de integración vertical y horizontal que se han producido en la prestación de servicios de infraestructura de mercado y aporta algunas cifras acerca del volumen de negocio que representa el mercado de post-contratación a nivel europeo, destacando la asociación que de hecho existe entre algunos sistemas de contratación y post-contratación, lo que dificulta —sino directamente excluye— la libertad de elección de los inversores.

En el capítulo tercero se presenta el marco regulador de la compensación, liquidación y registro de valores a nivel europeo y nacional. El Informe señala que, aunque existe consenso en que la prevención del riesgo sistémico y la protección del inversor deben ser los principios que orienten esta actividad, es manifiesta la falta de uniformidad de las normas estatales, lo que constituye a la postre un importante obstáculo para la integración de los mercados de post-contratación a nivel europeo, pese a la reciente aprobación de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MIFID). La regulación comunitaria (la Directiva 98/26/Ce sobre Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pago y Liquidación de Valores y la Directiva 2002/47/CE sobre acuerdos de Garantía Financiera) se ha limitado a garantizar la protección jurídica de los terceros frente a la post-contratación, sin abordar la definición de los elementos relevantes para la eficacia y seguridad no sólo de los sistemas de compensación y liquidación, sino también del registro de valores, aunque a la fecha existen algunas iniciativas armonizadoras relevantes de distinta naturaleza y alcance (Los estándares para la com-

pensación y liquidación de valores en la Unión Europea (CESR-ESCB), el Convenio de La Haya sobre valores mobiliarios y el Convenio UNIDROIT sobre valores mantenidos a través de intermediarios, en negociación).

Especial mención merece el apartado referido a la regulación española y sus “peculiaridades” (III.3), en el que se destaca la falta de homogeneidad del modelo español de renta variable en relación al de los principales Estados Miembros de la UE, que se resumen en cinco aspectos principales:

i) La firmeza de las operaciones de bolsa se perfecciona desde el momento de la contratación, de lo cual, a su vez deriva que: a) los efectos de la venta se entienden producidos desde la fecha de la contratación; b) toda operación bursátil debe ser liquidada (*principio de aseguramiento de la entrega*), y c) por lo anterior y la existencia de una fianza general solidaria de los participantes, se ha considerado innecesaria la existencia de una cámara de contrapartida central para la renta variable;

ii) la liquidación de valores bursátiles es multilateral como consecuencia del carácter también multilateral de la negociación;

iii) se condiciona la transmisión de valores a la expedición o baja de las correspondientes Referencias de Registro, que pasan a constituir un elemento básico de la liquidación y generan una fuerte interdependencia en la función de liquidación y la de registro de valores;

iv) el amplio alcance de la regulación española de infraestructuras de post-contratación, lo que puede dar lugar a un arbitraje regulatorio; y

v) la ausencia de un reconocimiento de la titularidad fiduciaria (*nominee*) y el control central de titularidades que mantiene IBERCLEAR, lo que dificulta el conocimiento de los propietarios finales, especialmente en el caso de no residentes, aunque éste sea un problema común a los DCV europeos.

El capítulo cuarto expone las iniciativas europeas en desarrollo sobre post-contratación. Primeramente se refiere al Código de Conducta impulsado por la CE que ha concitado un alto grado de adhesión en las infraestructuras de post-contratación y pretende la “completa interoperabilidad de todas las infraestructuras de negociación con las infraestructuras de post-contratación y de éstas entre sí”, lo que permitiría derribar algunas de las barreras existentes en el sector (Informe Giovannini). Los cuatro pilares en los que se sustenta el Código de Conducta son: i) la transparencia de precios, a través de la publicación de los mismos en las respectivas páginas web al 31 de diciembre de 2006; ii) la fijación pública y no discriminatoria de las condiciones de acceso e interoperabilidad (pero sujeto al cumplimiento de los requisitos legales aplicables a la entidad receptora), antes del 30 de junio de 2007; iii) la separación administrativa de los servicios ofrecidos en los ámbitos de precios y contable, antes del 1 de enero de 2008, y iv) el seguimiento del cumplimiento del Código, tanto por auditores externos como por la propia CE.

La otra iniciativa objeto de análisis es el nuevo sistema de pagos denominado Target 2 Securities (T2S) impulsado por el Banco Central europeo, cuya propiedad y gestión corresponderá al Eurosistema y que ofrecerá a los Depositarios Centrales de Valores (DCV) “un servicio que permita la liquidación nacional y transfronteriza de los valores, en dinero de BC (Banco Central), en una única plataforma técnica donde se liquidarían tanto los valores como el dinero”. La plataforma única liquidará los valores según el modelo DvP1 (bruto valores/bruto efectivo) abarcando todas las operaciones sobre valores realizadas en euros durante la sesión, para lo cual contará con un horario diurno y nocturno, permitiendo la consulta de los saldos de cuenta en tiempo real.

El nuevo sistema de pagos —cuya entrada en operaciones se prevé para el año 2013 y que actualmente se encuentra en la fase de elaboración de los requerimientos de los usuarios, tras la aprobación el año 2007 de la factibilidad operativa, técnica y económica— es de carácter voluntario, neutral y supone la separación de los servicios de liquidación de los demás servicios de registro, aunque todos ellos lleguen al cliente a través de los respectivos DCV, que seguirán siendo responsables legales de la gestión del registro y la llevanza de las cuentas de valores. Todo esto producirá un cambio significativo en el negocio actual de los depositarios centrales, cuyo elemento central será la delegación por parte de los DCV de la gestión de las cuentas de valores junto con las de efectivo a los BC.

El capítulo quinto analiza el impacto de las iniciativas europeas en la industria de la post-contratación. El Informe señala que la libertad para elegir el sistema de compensación y liquidación y la ruptura del principio de concentración de la negociación que dispone la MIFID en la práctica se verán limitados porque el “reconocimiento previo” por parte del supervisor exige que los nuevos prestadores de servicios de post-contratación no perturben el funcionamiento armónico y ordenado del sistema local, aunque si favorecerá una creciente deslocalización de la contratación y liquidación de valores, lo que puede afectar el volumen de negocio actual de los DCV locales.

El Informe resulta crítico acerca de los efectos del Código de Conducta en el estado actual de la industria. En este sentido, se afirma que este instrumento no vinculante es una herramienta expedita para conseguir la disminución de las barreras a la competencia mediante la transparencia de precios y servicios, pero presenta como límite natural la búsqueda de beneficios para la industria que se autoregula. Aun más determinante para la consecución de un mayor grado de competencia es la falta de un *level playing field* mínimo inicial, lo que marca una diferencia significativa con otros sectores como el bancario o de servicios de inversión. Todavía, no está suficientemente comprobado que la competencia entre distintos prestadores de servicios transnacionales pueda traducirse en una rebaja de los costos de las operaciones transfronterizas debido a los diferentes cargos que las infraestructuras existentes deberán afrontar para ajustarse al nuevo modelo. Por último, el Código no aborda los aspectos relativos al registro y llevanza de acciones nacionales que se liquiden en el extranjero, lo que puede provocar problemas con la legislación aplicable y con el cumplimiento de los requisitos para el “reconocimiento previo” por parte de los órganos de supervisión del mercado respectivo.

Finalmente, el proyecto T2S se considera “un impulso importante para la integración de los mercados de servicios financieros de la eurozona”, compatible y complementario de la MIFID y del Código de Conducta. El Informe analiza el impacto que el proyecto T2S tendrá en el ámbito europeo, en los procesos operativos domésticos, en la economía nacional, en la estructura del negocio de post-contratación y en las actividades de los supervisores nacionales. Todas estas consideraciones se realizan en un tono positivo que —no obstante la necesidad de precisar aspectos todavía abiertos— subraya las ventajas que presenta este proyecto: que el precio único de liquidación será comparable con las tarifas domésticas más baratas en Europa y que se trata de una solución a la fragmentación del mercado superior a la conexión entre DCV, cuyo impacto global será posibilitar una mayor competencia entre los partícipes de este mercado, tanto DCV como IDCV. Sin embargo, el impacto más fuerte en el ámbito doméstico de esta iniciativa será en la liquidación de la renta fija, cuyo calce en el modelo propuesto presenta dificultades respecto al momento en que se determina la firmeza de las operaciones y la aplicación del sistema de liquidación en base a Referencia de Registro, quedando aún por determinar el estatus legal del nuevo sistema, cuestión vital para coordinar el traspaso a la nueva plataforma de las funciones de liquidación asignadas en exclusiva en algunas jurisdicciones a los DCV.

El documento finaliza con una serie de “posibles iniciativas a seguir en España” en el contexto de cambios antes descrito, encaminadas a hacer más eficiente el sistema español y prepararlo para competir en mejores condiciones y, en definitiva, contribuir a la integración financiera europea, a saber:

Relacionadas con las iniciativas en curso de UE:

1. Apoyar el proyecto T2S. Vigilar su encaje con los sistemas multilaterales de negociación de la renta variable.
2. Crear un grupo de trabajo conjunto CESR SEBC con el fin de organizar la supervisión y vigilancia coordinada de la liquidación de valores.
3. Atender a que no se menoscaben con el T2S la capacidad de supervisión de las autoridades españolas sobre las actividades de post-contratación.
4. Recomendar que se evalúen los enlaces que en el ámbito del Código de Conducta pudieran establecer los operadores de los mercados, entre ellos el grupo español BME.

Relacionadas con la armonización de la regulación europea:

5. Apoyar la promulgación de una Directiva específica para compensación, liquidación y registro, que trate adecuadamente:

— El nivel de riesgo permitido a las infraestructuras y el establecimiento de condiciones uniformes para su cobertura.

— El tratamiento legal del Registro de Valores.

6. Armonización a nivel europeo del papel de los custodios internacionales en el tratamiento del registro de titularidades finales.

Relacionadas con las especificidades del sistema español:

7. Trasvasar los procesos de identificación de operaciones y de sus titulares desde las bolsas a Iberclear.

8. Modificar el seguimiento numérico de titularidades basado en las RR.

9. Modificar el momento en el que las operaciones de renta variable contratadas en mercados alcanzan su firmeza.

10. Evaluar la viabilidad de establecer una cámara de contrapartida central en España para renta variable.

Otras en el ámbito de la post-contratación española:

11. Favorecer el trasvase de la renta fija bursátil al mercado AIAF y unificar bajo un mismo sistema de liquidación y registro a todos los valores de la misma naturaleza.

12. Instar y supervisar a que el sistema español de post-contratación desarrolle con la máxima prontitud y alcance las medidas necesarias para el tratamiento de contrapartida compradora de ventas no cubiertas.

Cuál sea el destino final de las varias y enjundiosas propuestas que realizan conjuntamente los supervisores de la post-contratación de valores es asunto difícil de anticipar. Sin embargo, el Informe objeto de este comentario deja muy en claro las dificultades que ahora enfrenta el mercado español como consecuencia de un diseño normativo que, si bien ha funcionado adecuadamente para el mercado doméstico (aunque no se silencie que en algún extremo se ha debido alterar *de facto* la matriz original, como, por ejemplo, sustituyéndose la liquidación neta de valores por un sistema de liquidación bruta, lo que deja entrever que el talón de Aquiles del sistema de post-contratación español es la inflación endémica de valores), resulta incapaz de satisfacer las necesidades de un mercado transfronterizo. Constatación ésta difícilmente rebatible y que dada la importancia relativa de la inversión extranjera en valores españoles (superior al 50% del volumen de compras y ventas en bolsa) aconseja no escatimar esfuerzos en el estudio de una reforma que, asegurando la protección que el régimen vigente ofrece al inversor, resulte compatible con la nueva fisonomía de las infraestructuras de contratación y liquidación a nivel europeo.

*Guillermo Caballero Germain*

## **6. NUEVA OLA DE ACTIVISMO ACCIONARIAL EN EE.UU. COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS HIPOTECARIA**

La crisis que viene padeciendo el sistema financiero norteamericano a partir de los problemas detectados en el mercado hipotecario ha hecho que en la primavera del 2008 se incremente de manera notable la presión sobre los ejecutivos de las principales entidades por parte de los representantes de los accionistas e inversores (MURAKAMI TSE,T., “Economic Downturn Emboldens Shareholder Activists”, Washington Post, 18 de febrero de 2008, p. 1).

Se reprocha por los inversores a los gestores de las entidades una falta de transparencia a la hora de explicar los riesgos vinculados con determinados productos hipotecarios, denunciándose un fallo en las calificaciones por parte de las agencias de rating, a las que se reprocha la existencia de frecuentes situaciones de conflictos de interés. Esos reproches de los accionistas destaca de nuevo la paradoja que supone que, a pesar de los malos resultados registrados por las entidades, sus principales ejecutivos y consejeros cesados o dimisionarios reciban millonarias indemnizaciones. Algunos observadores consideran que se está viviendo una fase de activismo accionarial similar a la que provocó el escándalo Enron, aunque se esté ante una crisis de mucho mayor alcance. Hasta ahora, la crisis hipotecaria ha motivado distintas reacciones y medidas de carácter financiero o monetario, pero no cabe descartar que termine traduciéndose en reformas legales que traten de evitar la reproducción de crisis similares en el futuro.

*Fernando Barco*

## **7. REGLAMENTO DE LA LEY DE PROTECCIÓN DE DATOS**

Después de nueve años, el 19 de enero de 2008 ha visto la luz al fin el *Reglamento de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal*, aprobado por *Real Decreto 1720/2007, de 21 de diciembre* (en adelante, “el Reglamento”).

El Reglamento se extiende a lo largo de 158 artículos, agrupados en nueve títulos, una disposición adicional y una disposición final. Debe destacarse que en su introducción el propio Real Decreto aclara que “*nace con la vocación de no reiterar los contenidos de la norma superior*”, lo cual resulta en parte un alivio, si bien, por otro lado, exige atender con cuidado a cada una de sus disposiciones.

El propósito del Reglamento no es sólo desarrollar la “nueva” Ley Orgánica (aunque sea de 1999) conforme a los mandatos de la Directiva 95/46/CE, sino también de adaptarse a la realidad que la práctica ha ido configurando con los años de aplicación. En particular, pretende hacer más armónica la regulación reglamentaria con la Ley Orgánica de 1999 que la contenida en el Real Decreto 1332/1994, de 20 de junio, que es derogado ahora. Ello es coherente con la interpretación constitucional del dere-

cho de protección de datos, que la jurisprudencia del Tribunal Constitucional (ver las Sentencias 290/2000 y 292/2000, ambas de 30 de noviembre) ha venido vinculando más con la protección de datos en sentido estricto, reconocida en el artículo 18.4 de la Constitución, por considerar que constituye no sólo “*un ámbito de protección específico sino también más idóneo que el que podían ofrecer, por sí mismos, los derechos fundamentales mencionados en el apartado 1 del precepto [el derecho a la intimidad]*”.

En general, se prevé un plazo amplio de adaptación e implantación de medidas, puesto que se prolonga durante, al menos, un año, sin perjuicio de que la entrada en vigor del Reglamento tuviera lugar el 19 de abril de 2008.

Entre las disposiciones generales, puede destacarse una precisión, en virtud de la cual no se aplica la normativa a los tratamientos de datos personales de personas físicas que prestan sus servicios para personas jurídicas, consistentes únicamente en el nombre y apellidos, puesto y datos de contacto (artículo 2.2); con sensatez, los tarjeteros quedan, pues, excluidos de la legislación de protección de datos.

Se diferencia además al responsable del fichero del encargado del tratamiento, que actúa por cuenta de aquél [ver las definiciones del artículo 5.1.(i) y (q), y los artículos 20, 21 y 22]. Debe destacarse la más detallada regulación de la posibilidad de subcontratación de servicios por el encargado del tratamiento, con los supuestos en los que no será precisa la autorización del responsable del fichero.

Por otro lado, los plazos fijados en el Reglamento se computarán por días hábiles (artículo 6).

Respecto del consentimiento para el tratamiento de datos, el artículo 14 dispone que se presuma tácitamente prestado una vez pasados treinta días desde que se notifique la solicitud de autorización por el responsable del fichero.

Los soportes donde conste el consentimiento prestado habrán de ser conservados por el responsable mientras dure el tratamiento, conforme al artículo 18.

Por otro lado, los artículos 23 a 36, ambos inclusive, desarrollan el régimen de ejercicio de los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición por el interesado.

Dentro de los ficheros de titularidad privada, interesa destacar en especial el contenido de los artículos 38 a 44 y 45 a 51, dedicados, respectivamente, al tratamiento de datos relativos al cumplimiento o incumplimiento de obligaciones dinerarias y al tratamiento de datos con fines de publicidad y prospección comercial. Respecto de los primeros, el artículo 38 establece los requisitos para la inclusión en tales ficheros de solvencia patrimonial y crédito:

“Artículo 38. Requisitos para la inclusión de los datos.

1. Sólo será posible la inclusión en estos ficheros de datos de carácter personal que sean determinantes para enjuiciar la solvencia económica del afectado, siempre que concurren los siguientes requisitos:

- a) Existencia previa de una deuda cierta, vencida, exigible, que haya resultado impagada y respecto de la cual no se haya entablado reclamación judicial, arbitral o administrativa, o tratándose de servicios financieros, no se haya planteado una reclamación en los términos previstos en el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, aprobado por Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero.
  - b) Que no hayan transcurrido seis años desde la fecha en que hubo de procederse al pago de la deuda o del vencimiento de la obligación o del plazo concreto si aquélla fuera de vencimiento periódico.
  - c) Requerimiento previo de pago a quien corresponda el cumplimiento de la obligación.
2. No podrán incluirse en los ficheros de esta naturaleza datos personales sobre los que exista un principio de prueba que de forma indiciaria contradiga alguno de los requisitos anteriores.
- Tal circunstancia determinará, asimismo, la cancelación cautelar del dato personal desfavorable en los supuestos en que ya se hubiera efectuado su inclusión en el fichero.
3. El acreedor, o quien actúe por su cuenta o interés, estará obligado a conservar a disposición del responsable del fichero común y de la Agencia Española de Protección de Datos documentación suficiente que acredite el cumplimiento de los requisitos establecidos en este artículo y del requerimiento previo al que se refiere el artículo siguiente.”

Por otro lado, para la inclusión en los ficheros de solvencia deberá informarse previamente al deudor, así como en el momento de la inclusión, debiendo efectuarse una comunicación por cada deuda concreta.

Por su parte, el tratamiento de datos para actividades de publicidad y prospección comercial requerirá que los mismos procedan de fuentes accesibles al público o que sean tratados previo consentimiento de los interesados, pudiendo establecerse, con carácter general o sectorial, ficheros comunes de exclusión del envío de comunicaciones comerciales (las llamadas “listas Robinson”).

Para la transferencia internacional de datos (artículos 65 a 70, ambos inclusive), se establece la regla general de la exigencia de autorización previa del Director de la Agencia Española de Protección de Datos, salvo que el Estado de destino garantice un nivel adecuado de protección, pudiendo determinarse tal nivel por Decisión de la Comisión Europea.

El título VII se consagra a los Códigos tipo, previstos en el artículo 32 de la Ley Orgánica 15/1999, con el objeto de establecer “*reglas o estándares específicos que permitan armonizar los tratamientos de datos efectuados por los adheridos, facilitar el ejercicio de los derechos de los afectados y favorecer el cumplimiento de lo dispuesto en la Ley Orgánica*” y en el Reglamento.

Las medidas de seguridad son reguladas en el extenso título VIII (artículos 79 a 114, ambos inclusive), que viene a sustituir a las normas previstas en el Real Decreto 994/1999, de 11 de junio (que es derogado por este Real Decreto). Ello reviste particular importancia, dado que la Ley Orgánica de 1999 (a diferencia de la Ley Orgánica 5/1992, de 29 de octubre) no distingue entre tratamiento automatizado o no.

Debe subrayarse la novedad que implica el régimen suavizado para las nóminas (artículo 81.5), que requerirán sólo medidas de nivel básico cuando se traten los datos con la única finalidad de realizar una transferencia dineraria, aun cuando contengan datos de afiliación sindical, deducibles por los cargos de las cuotas de afiliación, lo cual facilitará la actividad de las pequeñas y medianas empresas así como de las entidades de crédito. Por otro lado, se refuerzan las medidas de seguridad en la nueva figura del encargado del tratamiento (artículo 82).

Novedoso también es el precepto que regula el régimen de trabajo fuera de los locales del responsable del fichero o el encargado del tratamiento, que exige autorización de estos para el tratamiento de datos en ordenadores portátiles (v. artículo 86).

El contenido y procedimiento de aprobación del documento de seguridad es objeto de una regulación más precisa que en el régimen anterior, según se observa en el artículo 88 del Reglamento.

Ha de destacarse igualmente las cautelas que deben adoptarse en el envío de documentos anejos a un correo electrónico, por ser considerados, de acuerdo con el artículo 92, como “soportes y documentos” que contienen datos de carácter personal. También el artículo 94 introduce algunas novedades sobre los procedimientos que deben adoptarse para la realización de copias de respaldo y recuperación. Respecto de la auditoría bienal para verificación del cumplimiento de las medidas de seguridad en el tratamiento de datos de nivel medio y alto, se añade la obligación de realizar auditorías extraordinarias en caso de modificaciones sustanciales en el sistema de información (v. artículo 96).

Por último, el título IX del Reglamento se dedica a la regulación de los procedimientos tramitados por la Agencia Española de Protección de Datos (sujetos al Reglamento y, supletoriamente, a la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común, y, en su caso, del Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, de Procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora), incluyendo en los mismos los de tutela de los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición; de ejercicio de la potestad sancionadora; los relacionados con la inscripción o cancelación de ficheros; los relacionados con las transferencias internacionales de datos; los de inscripción de códigos tipo; los de exención del deber de información al interesado; y los de autorización de conservación de datos para fines históricos, estadísticos o científicos.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **8. NOVEDADES REGLAMENTARIAS EN LA REGULACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA INMOBILIARIAS**

### **1. Reforma de la financiación de las IIC Inmobiliarias: el Real Decreto 215/2008**

Las IIC de carácter inmobiliario pueden desarrollar un papel positivo para la activación del parque de viviendas en alquiler, en el actual contexto de crisis del mercado inmobiliario. Para ello, conviene actuar sobre la capacidad de estas IIC Inmobiliarias de financiar la adquisición de inmuebles.

En el anterior sentido, interesa destacar la reciente reforma del artículo 59 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, RIIC), aprobado por el Real Decreto 1309/2005, por parte del Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero (BOE n.º 41 del sábado 16 de febrero de 2008), para permitir que estas IIC Inmobiliarias se beneficien plenamente de las facilidades de financiación establecidas en los regímenes de protección pública de la vivienda. En concreto, se excluye del límite del 50% del patrimonio de la IICI que puede representar, como máximo, el saldo vivo de financiaciones ajenas, la cuantía de la financiación que pueda obtenerse en virtud de lo establecido en la normativa del régimen de protección pública de la vivienda pensando, en concreto, en el artículo 37 del Real Decreto 801/2005, de 1 de julio, que establece que la cuantía máxima de los préstamos calificados para viviendas de protección pública en arrendamiento será del 80% de precio máximo legal que corresponda.

### **2. Reforma del régimen de la tasación de bienes inmuebles de las IIC Inmobiliarias: la Circular 2/2008 de la CNMV**

La circunstancia de que las IIC Inmobiliarias tengan como objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento (artículo 35.1 de la Ley 35/2003, de IIC y artículo 56.1 del RIIC) determina dos caracteres esenciales de las mismas que las diferencian de las IIC Financieras y, en particular, diferencian a los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) de los Fondos Financieros. Se trata de la menor liquidez de los primeros y de la falta de una referencia objetiva de mercado para establecer el valor liquidativo de sus participaciones.

Por lo anterior, tiene una importancia esencial el régimen de tasación de los bienes inmuebles que integran el patrimonio de las IIC Inmobiliarias. En este sentido, se han producido dos novedades reglamentarias relevantes:

a) En primer lugar, la Orden EHA/3011/2007, de 4 de octubre (BOE n.º 249 de 17 de octubre de 2007), modificó la Orden ECO/805/2003 sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras introduciendo específicamente, en su artículo 2, la finalidad de determinación del patrimonio de las IIC Inmobiliarias.

b) En segundo lugar, la Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la CNMV (BOE n.º 107 de 3 de mayo de 2008) ha modificado parcialmente la Circular 4/1994, de la

misma CNMV, 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 (ver, sobre este régimen, nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2.ª Ed., Barcelona 2003, pág. 169 y ss.). En particular, esta modificación ha afectado a tres aspectos de las tasaciones de inmuebles: las características de la información que deben elaborar las sociedades tasadoras, establecidas en el nuevo apartado A de la Sección 5.ª de la Circular (normas 15.ª a 17.ª); las características de la información que deben elaborar las sociedades gestoras de las IIC Inmobiliarias o las SII, establecidas en el nuevo apartado B de la Sección 5.ª de la Circular (normas 18.ª y 19.ª); y el tipo de información sobre tasaciones, la forma y el plazo de envío de la misma a la CNMV por parte de las sociedades gestoras de las IIC Inmobiliarias o las SII. Este envío debe alcanzar a los extractos de informes de tasación; a la información adicional exigible en casos de venta de partes de inmuebles, de alteraciones de valores de tasación, de levantamiento de condicionantes o de ratificación de valor de tasación; al calendario de tasaciones; etc. (nueva redacción de la Norma 11.ª de la Circular 4/2004). Dado que esta Circular 2/2008 entrará en vigor el 30 de septiembre de 2008, cuanta información se suministre a la CNMV con posterioridad de esta fecha se deberá ajustar a lo dispuesto en la misma (Norma final).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

**9. LA ENTRADA EN EL DOMICILIO DE LAS PERSONAS JURÍDICAS  
Y EL DERECHO DEL RESPETO AL DOMICILIO.  
A PROPÓSITO DE LA DECISIÓN DEL TRIBUNAL DE CASACIÓN (COM.)  
DE PARÍS DE 30 DE MAYO DE 2007**

Recientemente, se ha publicado en la *Revue des Sociétés* (4/2007, págs. 850 y ss.) un comentario breve sobre la Sentencia del Tribunal de Casación de 30 de mayo de 2007 (“La difficile conciliation d’impératifs contradictoires: droit d’accès aux locaux à usage Professionnel par les enquêteurs de l’Autorité des marchés financiers et droit de respect du domicile”, Ch. Arsouze) que aborda un supuesto siempre problemático y resbaladizo cual es el de la entrada o acceso al domicilio de una persona jurídica por parte de una autoridad, en ese caso concreto, la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF). La complejidad del supuesto radica en las dificultades derivadas de la conciliación de dos derechos contrapuestos o enfrentados: por un lado, el de la AMF a entrar en los locales destinados a uso profesional y, por otro, el respeto al derecho fundamental a la inviolabilidad del domicilio. Es preciso entonces determinar cuándo y cómo cabe la entrada en el domicilio y cuál es la extensión y los límites de las autorizaciones de acceso al domicilio de la persona jurídica.

El supuesto de hecho que da lugar a la referida resolución judicial es el siguiente: el 17 de julio de 2003 la sociedad Metaleurop SA anuncia públicamente su decisión de

no conceder nueva financiación a una de sus filiales, Metaleurop Nord SAS, que atraviesa dificultades financieras desde el año 2001, lo que provoca una caída significativa de la cotización de sus valores en la Bolsa de París. Esos hechos llevaron al director general de la *Comisión des opérations de Bourse* (COB) a decidir, el 18 de febrero de 2003, la apertura de una investigación sobre la información y el mercado de los títulos de Metaleurop desde el 31 de diciembre de 2001. El conjunto de las informaciones obtenidas en el curso de la investigación llevaron a la AMF a imponer sanciones a M.R. (antiguo dirigente de Metaleurop) y a la sociedad Metaleurop SA por falta de transparencia o de información al mercado. Tras recurrir en apelación la decisión de la Comisión de sanciones de la AMF, el Tribunal de Casación dicta la Sentencia objeto del Comentario. Los argumentos esgrimidos por el señor M.R. en su defensa en casación se centran por un lado, en la violación de su derecho al respeto de su domicilio y, por otro, en el hecho de que la obligación de información es aplicable a los emisores de los valores no a sus dirigentes, de tal manera que no podía ser sancionado por la falta de información suministrada por el emisor que él sólo dirigía. El trabajo del autor gira en torno a las dos cuestiones ya mencionadas: la inviolabilidad del domicilio y la obligación de información si bien la segunda no es objeto de un análisis detallado.

Por lo que se refiere a la primera de las cuestiones, la más delicada, ya que la segunda afecta a aspectos de la reglamentación bursátil de sobra conocidos, se pone de manifiesto que la investigación llevada a cabo por la COB dio lugar a diversos desplazamientos por parte de los investigadores a la sede de Metaleurop con el fin de recopilar la información necesaria. Sostiene el Tribunal de casación —al igual que anteriormente lo hiciera el Tribunal de apelación de París— que el juicio de proporcionalidad exige una ponderación de los medios empleados con el fin perseguido (en este caso, el bienestar económico y la protección de los terceros) para evitar un sacrificio innecesario o excesivo de los derechos fundamentales. Las actuaciones efectuadas por los investigadores resultaron conformes con lo dispuesto en el artículo L.621-10 del Código monetario y financiero que no permite la apropiación o requisición del material y que, de acuerdo con la Decisión 87-240 DC de 19 de enero de 1988 del Consejo Constitucional, exige que se realicen con el consentimiento de la persona objeto de la investigación que, como en el caso de autos, todas las operaciones efectuadas se llevaron a cabo —tal y como se desprende de los procesos verbales— con el consentimiento de los afectados.

En relación con esta materia, no obstante, el autor presta especial atención al fundamento o naturaleza de la entrada en el domicilio que constituye el referente primero para la comprensión de la regla que se analiza y sobre la que pivotan el resto de las cuestiones que de la norma se han hecho derivar.

Desde esta perspectiva, se discute tanto en apelación como en casación si ese derecho de acceso a los locales comerciales reconocido a los representantes de la COB en virtud del artículo L.621-10 del Código monetario y financiero está sujeto a algún tipo de limitación o no, especialmente si ese acceso constituye o no una injerencia de los poderes públicos en el ejercicio del derecho al respeto del domicilio en el sentido del artículo 8.2 del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y

de las Libertades Fundamentales. El Tribunal de casación estima que las facultades atribuidas a los representantes de la COB por el artículo 621-10 del Código monetario y financiero no constituyen una injerencia de la autoridad pública, en el sentido del artículo 8.2 del Convenio Europeo, al respecto al derecho al domicilio reconocido en el apartado primero del mismo precepto. El Tribunal de casación se desmarca en su decisión —de manera discutible— de la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos tanto en la solución final como en el razonamiento que la sostiene. En efecto, aunque el Convenio Europeo no define la noción de injerencia, el Tribunal de Estrasburgo considera que la injerencia existe desde el momento en que la operación de la autoridad pública en cuestión se realiza sin el conocimiento de los afectados o cuando constituye una coacción —material o jurídica o resultado de una sanción— con independencia de que la persona objeto de esas medidas haya incumplido sus obligaciones. Desde esta perspectiva, parece que el Tribunal de Estrasburgo podría haber entendido que el acceso a los locales destinados a uso profesional reconocido a los representantes de la COB contravenía lo dispuesto en el citado artículo 8.2 del Convenio Europeo. Sin embargo, también es probable que el Tribunal Europeo hubiera entendido que esa injerencia cumplía las condiciones exigidas por el mismo artículo 8.2 del Convenio Europeo. En efecto, para valorar la licitud de la medida y la proporcionalidad de la injerencia, el Tribunal de Estrasburgo examina el estatuto o las atribuciones de la persona objeto de esa injerencia. Y, en este sentido, aunque los emisores —que llaman al ahorro público— no figuran entre los profesionales a los que se refiere el artículo L.621-9 del código monetario y financiero, tampoco se les puede considerar unos terceros cualquiera en la medida que el artículo L.621-17 del mismo Código, determina que el Reglamento de la AMF fija las reglas de práctica profesional a que han de quedar sometidos los emisores que apelen al ahorro público (asimilándose su posición a la de los distintos prestadores de servicios de inversión en sus relaciones con la autoridad bursátil). De la investigación se desprende que estos emisores asumían unos compromisos que se asemejaban mucho a un estatuto profesional. Mas aún, desde la reforma de 2005 (Ley 2005-842, de 26 de julio de 2005), la AMF dispone sobre ellos unas facultades cercanas a los poderes disciplinarios. El Reglamento de la AMF se refiere, además, en diversas ocasiones, a las personas que tienen el estatuto de emisor que llama al ahorro público. Por todos estos motivos, parece probable que el Tribunal de Estrasburgo podría haber entendido que el derecho de acceso a los locales de uso profesional de los representantes de la COB estaban por un lado, previstos por la ley, es decir, dotados de una base legal, y resultaban necesarios entendido el término como proporcionales al fin perseguido: el bienestar económico, la exactitud, la exhaustividad de la información comunicada por los emisores que resultan esenciales para el buen funcionamiento de los mercados financieros y, sobre todo, la defensa del orden y la prevención de infracciones o delitos penales.

Hubiera sido diferente —señala el tribunal de casación— si los referidos locales hubieran pertenecido a profesionales ligados a otro sector económico (publicidad, arquitectura...). En esos casos, nada habría justificado una desprotección o limitación en el derecho al respeto al domicilio consagrado en el artículo 8.1 del Convenio Europeo. Por lo tanto, el derecho de acceso a los locales profesionales sólo puede admitirse respecto de los profesionales a que se refiere el artículo L. 621-9 del Código

monetario y financiero o de otros emisores que apelen al ahorro público, sus administradores o sus auditores. Para los demás, sin más conexión que alguna operación puntual, sólo cabe reconocer a los representantes de la COB al amparo de lo dispuesto en el artículo L.621-12 del Código, un derecho de visita al domicilio, sometidos al régimen de control judicial de la autorización.

Se trata, en definitiva, de asegurar que no se restringe de modo innecesario el derecho a la inviolabilidad del domicilio, evitando un sacrificio desproporcionado de este derecho fundamental.

En cualquier caso, de cuantas consideraciones se han realizado se deduce fácilmente que el régimen de acceso a los locales destinados a uso profesional —sobre todo por lo que se refiere a los sujetos sometidos al artículo 621-10 del Código monetario y financiero— no está claro. No precisa el referido Código ni el Reglamento de la AMF si con la referencia “consentimiento del titular”, debe entenderse éste únicamente otorgado de modo que legitime la entrada o registro domiciliario cuando consta expresamente que ha sido el titular, y no un empleado, o un encargado de obra el que ha consentido; si es precisa la presencia de un representante del empresario o titular del inmueble, las horas de visitas; las modalidades en que se puede suministrar o comunicar los documentos (por ejemplo, obligación de establecer un proceso-verbal para la remisión de documentos o incluso necesidad de que se produzca entrevista entre las partes y que ésta se grabe). Nada de esto se prevé o regula.

*Isabel Fernández Torres*

## **10. EL SISTEMA ARBITRAL DE CONSUMO: ADAPTACIÓN A LA NUEVA LEGISLACIÓN SOBRE CONSUMIDORES**

El BOE de 25 de febrero de 2008 publica el *Real Decreto 231/2008, de 15 de febrero, por el que se regula el Sistema Arbitral de Consumo* (en adelante, “el Real Decreto”). La finalidad de la norma es la adaptación del Sistema (implantado en España mediante el Real Decreto 636/1993, de 3 de mayo, que es derogado por éste) a la legislación sobre consumidores que fue objeto de revisión y reelaboración con motivo de la publicación del *Texto Refundido de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de Consumidores y Usuarios*, mediante *Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre*, así como a la nueva Ley de Arbitraje, “nueva” aunque ya apunte a sus primeros cinco años de vigencia (*Ley 60/2003, de 23 de diciembre*), todo ello conforme a lo ordenado por la disposición final sexta de la *Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios*. Se pretende igualmente mejorar algunas deficiencias detectadas en la práctica y regular ciertos aspectos controvertidos de la normativa previa. Según parece, el Instituto Nacional de Consumo ha trabajado varios años en esta nueva regulación.

El Real Decreto se estructura en cinco capítulos, con sesenta y cuatro artículos, cuatro disposiciones transitorias, una disposición derogatoria y cuatro disposiciones finales, además de dos anexos.

La nueva regulación del Sistema Arbitral de Consumo (SAC) mantiene los principios generales que ya configuraban la normativa anterior del arbitraje de consumo, especialmente en las bases principales en las que se asienta el procedimiento, para garantizar la gratuidad y la voluntariedad que constituyen su marchamo (el artículo 41 establece que el procedimiento “*se ajustará a los principios de audiencia, contradicción, igualdad entre las partes y gratuidad*”). De forma expresa, la norma dispone la aplicación supletoria de la Ley 60/2003 en su artículo 3.

Desde el punto de vista orgánico, se mantiene la duplicidad de una Junta Arbitral Nacional (dependiente del Instituto Nacional de Consumo) y diversas Juntas Arbitrales territoriales. El artículo 6 del Real Decreto amplía el ámbito de facultades de las Juntas Arbitrales, enumerando las mismas en catorce epígrafes, que son las propias de una institución arbitral que administra arbitrajes institucionales (si bien no disponen de un reglamento propio, ya que su régimen se detalla en el propio Real Decreto). El artículo 8 establece el criterio para determinar la competencia territorial de cada Junta, basada, en primer lugar en el acuerdo de las partes sobre la Junta que debe conocer de la solicitud individual, o, en su defecto, la del domicilio del consumidor.

Sin embargo, como novedad destacable se introduce la institución de la Comisión de las Juntas Arbitrales de Consumo (ver artículos 9 a 11), que, como órgano colegiado, establecerá criterios homogéneos en el SAC y resolverá los recursos contra resoluciones de las Juntas Arbitrales en materia de admisión o inadmisión de la solicitud de arbitraje. Por otro lado, en los artículos 12 a 15 se regula el Consejo General del SAC, como órgano de representación y participación en la materia, con presencia de representantes de la Administración, empresarios, profesionales y consumidores.

El Real Decreto introduce como novedad en la regulación de los órganos arbitrales la posibilidad de encomendar el arbitraje a un árbitro único (por acuerdo de las partes o cuando lo acuerde el Presidente de la Junta Arbitral, por versar la controversia acerca de una cuantía inferior a 300 euros y carecer la misma de complejidad). Por otro lado, se detalla el sistema de acreditación de los árbitros y la cualificación que deben tener, así como el procedimiento para su designación y, en su caso, abstención y recusación.

El artículo 24 regula el convenio arbitral, en principio de modo similar al del artículo 9 (párrafos 1, 2 y 3) de la Ley 60/2003, si bien se equipara al mismo la concurrencia de una oferta pública de adhesión al SAC por el empresario o profesional. Mediante tal oferta pública, estos se someten *a priori* a las posibles solicitudes de arbitraje; la solicitud de oferta unilateral de adhesión ha de ser resuelta por el Presidente de la correspondiente Junta Arbitral y confiere al empresario o profesional el derecho a utilizar los distintivos de adhesión al SAC y de adhesión limitada al SAC (este segundo supuesto en caso de que la oferta se restrinja temporalmente, aun cuando en un plazo no inferior a un año, o territorialmente, según la zona de actividad comercial principal). Asimismo, se creará un Registro de empresas adheridas al SAC, gestionado

por el Instituto Nacional de Consumo (antes, cada Junta Arbitral disponía de un libro donde se registraba a las empresas que realizaban las ofertas de adhesión).

Los artículos 33 a 50, ambos inclusive, del Real Decreto se consagran a la regulación del procedimiento arbitral. El artículo 33 parte de la presunción de que el arbitraje se resuelva en equidad, salvo acuerdo en contrario de las partes, sin perjuicio de que la decisión en equidad deba ser también motivada y que pueda apoyarse en las normas jurídicas aplicables y en las estipulaciones del contrato (lo cual parece difuminar la distinción). En el artículo 34 se pormenoriza el contenido mínimo de la solicitud de arbitraje (con una relación que es la habitual en los reglamentos institucionales), y en el artículo 35 las causas de inadmisión —que son las del artículo 2 (esto es, materias que no sean de libre disposición o conflictos sobre intoxicación, lesión, muerte o indiciariamente delictivos, siguiendo el tenor de la anterior regulación), así como que la solicitud resulte infundada o no se aprecie afectación de derechos de los consumidores—, la cual, como hemos visto, puede ser recurrida (el Real Decreto declara que la resolución de inadmisión y la del recurso ponen fin a la vía administrativa).

De modo similar al régimen previo, recibida y admitida a trámite la solicitud, y habiendo dado traslado de la misma al reclamado, la falta de aceptación del arbitraje implicará el archivo de las actuaciones (en el Real Decreto de 1993 se decía que “*dejando expedita la vía judicial*”). Por lo demás, el Real Decreto contempla diversas previsiones sobre procedimiento (en materia de dirección del procedimiento, reconvencción y modificación de pretensiones, celebración de audiencia escrita u oral, prueba, falta de comparecencia o inactividad de las partes, adopción de decisiones colegidas y terminación de las actuaciones) que siguen sustancialmente el régimen general de la Ley 60/2003.

Interesa destacar que el artículo 38 prevé un intento previo de mediación entre las partes, siempre que no concurra causa de inadmisión y que las partes no se opongan.

El plazo para dictar el laudo se equipara al régimen general de seis meses, en lugar del plazo de cuatro meses previsto en la norma anterior.

Como disposiciones especiales relevantes (ver los artículos 51 a 62, ambos inclusive), debe destacarse la regulación del arbitraje electrónico (aquel que se sustancia íntegramente, en todas sus fases incluidas las notificaciones, por medios electrónicos) y del arbitraje colectivo de consumo (que tiene por objeto resolver en un único procedimiento los conflictos basados en un mismo presupuesto fáctico y que afecten a intereses colectivos y a un número determinado o determinable de consumidores). La tramitación del arbitraje colectivo es equiparable, *mutatis mutandis*, a las previsiones de los artículos 15 y 78.4 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, y del artículo 37 de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso Administrativa.

Los dos anexos detallan, respectivamente, la identificación de los distintivos de adhesión al SAC y de adhesión limitada al SAC, regulados en los artículos 25 a 28 del Real Decreto.

La entrada en vigor del Real Decreto (salvo en la inmediata vigencia de las previsiones sobre adhesión a sistemas de arbitraje de consumo) se fija para el 26 de agosto de 2008.

Nos sigue chocando que la normativa proclame las bondades del arbitraje, cuando, a un tiempo, el legislador ampara al consumidor como a un menor de edad inimputable, estableciendo incomprensibles restricciones a la implantación del arbitraje como mecanismo de resolución de conflictos, puesto que la calificación de la sumisión a arbitraje distinto del arbitraje de consumo como cláusula abusiva se mantiene en el artículo 90, apartado 1, del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **11. MODIFICACIONES REGLAMENTARIAS EN MATERIA DE PUBLICIDAD DE RESOLUCIONES CONCURSALES Y DE INFORMACIÓN**

Se publicó el Real Decreto 158/2008, de 8 de febrero, que reforma el precedente Real Decreto 685/2005 sobre publicidad y resoluciones concursales [del que ya dimos noticia en esta Revista en sendas notas publicadas en RDBB 99 (2005), p.p. 253-254 y en RDBB 101 (2006), p. 250] y que al mismo tiempo introduce distintas modificaciones en el Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, RRM; el texto del Real Decreto se ha publicado en el B.O.E del 9 de febrero de 2008). Esta reforma arranca de la Sentencia del TS de 28 de marzo de 2007, que anuló la redacción de diversos artículos del RRM dentro de la Sección dedicada a la inscripción de las situaciones concursales (artículos 320 a 325).

En el nuevo Real Decreto se reproduce el sistema de publicidad de las resoluciones judiciales con motivación concursal que deberá de llevarse a cabo a través del Registro Mercantil y un portal en internet bajo la responsabilidad del Ministerio de Justicia cuya gestión material se encomendó al Colegio de Registradores de la Propiedad Mercantiles de Bienes e Inmuebles de España.

Junto a estas modificaciones que vienen a reemplazar las disposiciones anuladas del Real Decreto del año 2005, lo que pretende el Real Decreto que estamos reseñando es mejorar los mecanismos de información entre los Registradores Mercantiles Provinciales y el Registro Mercantil Central, adoptar determinadas medidas que deben también a contribuir a una mayor lucha contra el blanqueo de capitales y la prevención del fraude fiscal y, finalmente, introducir alguna modificación ulterior en relación con la publicidad de los pactos parasociales, de los reglamentos de las Juntas Generales de Accionistas y de los Consejos de Administración en el caso de Sociedades cotizadas.

*Fernando Barco*

## **12. NOVEDADES REGLAMENTARIAS EN LA REGULACIÓN DE LOS ACTIVOS APTOS PARA LA INVERSIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA FINANCIERAS: LA ORDEN EHA/888/2008**

Las IIC de carácter financiero se definen legalmente como aquellas IIC que tienen por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros (artículo 29 de la Ley 35/2003, de IIC, LIIC). Por consiguiente, tiene una importancia esencial en su regulación la tipificación legal y reglamentaria de los activos aptos para la inversión de esta clase de IIC; tipificación que se realiza en el artículo 30.1 de la LIIC y se desarrolla en el artículo 36 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el RD 1309/2005 (en adelante, RIIC).

Conviene recordar que la regulación de tales activos aptos para la inversión de las IIC financieras parte de una hipótesis de normalidad que consiste en que estas IIC invierten en valores negociables cotizados de modo tal que, cuando las IIC pretenden invertir al margen de esta hipótesis, la normativa aplicable establece cautelas especiales como así ocurre para la inversión en valores no cotizados (artículo 37 RIIC) o en instrumentos financieros derivados (artículo 39 RIIC) (sobre la materialización de las inversiones de las IIC financieras, ver nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona 2003, págs. 137 y ss.).

En el ámbito de la regulación de los activos aptos para la inversión de las IIC financieras se han producido, en los últimos tiempos, dos acontecimientos que exigían la adaptación del desarrollo reglamentario de segundo nivel, lo que se ha hecho mediante la Orden EHA/888/2008, de 27 de mayo, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del RIIC (BOE n.º 80 del miércoles 2 de abril de 2008). Esta Orden de la que damos noticia afecta a dos aspectos:

a) Primero, en su capítulo II, aclara las definiciones de valores mobiliarios (artículo 15), instrumentos de mercado monetario (artículo 16), entidad sujeta a supervisión prudencial (artículo 17), operativa con valores mobiliarios e instrumentos financieros con la finalidad de gestionar más eficientemente la cartera (artículo 18) e IIC de carácter financiero que reproducen índices (artículo 19) utilizadas en los artículos 36 y 38 del RIIC.

Todo ello para incorporar a nuestro Ordenamiento la Directiva 2007/16/CE (ver nuestra noticia sobre “*La Directiva 2007/16/CE, de la Comisión, sobre las inversiones de los OICVM*” en esta RDBB n.º 106, 2007, págs. 199 a 200).

b) Segundo, en su capítulo I, desarrolla el régimen de las operaciones de las IIC de carácter financiero con instrumentos financieros derivados, empezando por aclarar qué instrumentos financieros derivados son susceptibles de utilización por aquellas IIC en desarrollo de las previsiones de las letras f) y g) del apartado 1 del artículo 36 del RIIC (artículo 2) y a qué finalidades de cobertura o de inversión pueden servir (artículo 3). Después, la Orden EHA/888/2008 desarrolla los requisitos específicos que han de cumplir determinados tipos de instrumentos financieros derivados, dependiendo de que su activo subyacente consista en el riesgo de crédito (artículo 4), en un

índice financiero (artículo 5), en la volatilidad de otro activo (artículo 6); y establece los requisitos específicos que han de cumplir los instrumentos derivados no negociados en mercados organizados de derivados (artículo 7), así como los límites generales a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado (artículo 8) y por riesgo de contraparte (artículo 9). Por último, la Orden EHA/888/2008 se ocupa de los deberes especiales de transparencia y control que deben cumplir las IIC financieras en relación con su inversión en instrumentos derivados desarrollando, en concreto, la valoración de las posiciones en los mismos (artículo 10), las obligaciones de control interno de las SGIIC y de las SICAV (artículo 11), la supervisión especial por la CNMV (artículo 12) y la información detallada que debe darse a los socios y partícipes de estas IIC (artículo 13).

Este desarrollo reglamentario de segundo nivel de las previsiones contenidas en las letras f) y g) del apartado 1 del artículo 36 y en el artículo 39 del RIIC se enmarca en el propósito general de flexibilización del marco de actuación de las IIC españolas en instrumentos financieros derivados, compatible con la protección de los inversores; que exigía la adecuación del anterior marco reglamentario contenido en la Orden de 10 de junio de 1997 (ver nuestra noticia sobre “*Las operaciones de las instituciones de inversión colectiva en instrumentos financieros derivados: la Orden de 10 de junio de 1997 y la Circular 3/1997 de la CNMV*”, en esta RDBB n.º 67, 1997, págs. 1034 a 1040).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### **13. NUEVA CONVOCATORIA DEL PREMIO JAIME FERNÁNDEZ DE ARAOZ SOBRE CORPORATE FINANCE**

Se ha publicado en fechas recientes la convocatoria de la tercera edición del premio Jaime Fernández de Araoz.

El citado premio supone una convocatoria para la realización de trabajos en relación con las finanzas corporativas tanto desde la perspectiva financiera como desde la jurídica o de cualquier otra. Los trabajos que quieran concursar deberán referirse algunas de las cuestiones concretas que en las bases de las convocatorias se citan, pero entre las que cabe destacar, la valoración de empresas, fusiones y opas, OPV y procedimientos de colocación, implicaciones de las normas internacionales de información financiera, capital riesgo, remuneración de directivos o gobierno corporativo.

Para una mayor información sobre las condiciones del premio y sobre las bases de la convocatoria, puede consultarse en la página web [www.premiojfa.org](http://www.premiojfa.org).

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## 14. NUEVA REGULACIÓN DE LAS ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO

Se ha publicado el *Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico*, con el propósito de completar la regulación contenida en la Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000.

La nueva norma viene a desarrollar la regulación ya implantada mediante la Ley 4/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y se estructura en cinco capítulos (con una extensa introducción), dieciséis artículos, una disposición adicional, una disposición derogatoria y cuatro disposiciones finales. De hecho, mantiene los aspectos sustantivos que contemplaba el artículo 21 de dicha Ley y se centra en especial en los procedimientos, conforme a la facultad conferida al Gobierno en el apartado Noveno del artículo 21.

El capítulo I se dedica a las disposiciones generales, donde se encuentra la definición de Entidad de Dinero Electrónico (EDE), que es aquella “*cuya actividad principal consista en emitir medios de pago en forma de dinero electrónico*”, entendiéndose como tal “*el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor*” y que esté “*almacenado en un soporte electrónico*”, sea “*emitido al recibir fondos por un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido*” y “*aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor*” (v. artículo 1), siendo entidades distintas a las contempladas en el artículo 1.1.a) del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, aun cuando sea conceptuada igualmente como entidad de crédito, que puede captar fondos del público.

Aparte de la citada actividad, puede desarrollar otras de prestación de servicios financieros y no financieros vinculados con la emisión de dinero electrónico y almacenar información en el soporte en nombre de otras empresas u organismos públicos, si bien, para ligar la recepción de fondos en este soporte a una cuenta representativa de un depósito, deberá estar adherida a un sistema de garantía de depósitos.

El capítulo II establece el régimen jurídico de las EDEs, dentro de un esquema equiparable al del resto de entidades de crédito, esto es, con reserva de objeto y denominación (EDE), y con sumisión al procedimiento de autorización por el Ministerio de Economía y Hacienda y de registro en el Banco de España y en el Registro Mercantil (el artículo 7 recoge con detalle los requisitos que debe cumplir la solicitud y la documentación que ha de acompañarse a la misma). Habrán de ser sociedades anónimas, con un capital mínimo de un millón de euros y con un Consejo de Administración de, al menos, tres miembros, debiendo ocupar dichos cargos personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional, con conocimientos y experiencia adecuados; igualmente, los accionistas con participaciones significativas habrán de ser idóneos; asimismo, deberá contar con una buena organización administrativa y contable, y con procedimientos y órganos de control interno para evitar el blanqueo de capitales. Las EDEs deberán cumplir los requisitos relativos a coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros (conforme a lo dispuesto en la Ley 13/1985), debiendo contar con fondos propios permanentes de,

al menos, el dos por ciento del saldo de pasivos financieros derivados del dinero electrónico.

En su capítulo III (que comprende sólo el artículo 11), se relacionan las limitaciones a la inversión de las EDEs, detallando los activos que pueden conformar aquélla, así como la facultad del Banco de España de imponer limitaciones apropiadas a los riesgos de mercado.

El Real Decreto prevé la posibilidad de exención de cumplimiento de determinados requisitos en su capítulo IV (artículo 12), siempre que la aceptación del dinero electrónico esté limitada al ámbito del grupo de sociedades de la entidad, y que el límite de aprovisionamiento en el dispositivo electrónico no exceda de 150 euros.

Finalmente, el capítulo V se consagra a la regulación del régimen sancionador y de supervisión de la actividad de las EDEs (así como de sus administradores, directivos y accionistas con participaciones significativas), estableciendo algunas especialidades respecto del régimen previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, para lo cual el Banco de España podrá dictar las oportunas normas de desarrollo de sus funciones de supervisión y control.

Las EDEs ya constituidas podrán transformarse en bancos en los términos previstos para los establecimientos de crédito en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, según establece la Disposición Adicional Única.

Resulta encomiable el propósito de promover la existencia y actividad de unas entidades que, por las características de los servicios financieros que prestan, se encontrarían particularmente adaptadas a la nueva realidad del mercado financiero, en un marco globalizado de intercambios financieros conformado por las nuevas tecnologías. Sin embargo, la implantación de las EDEs desde la creación de esta figura en la citada Ley 44/2002 no puede calificarse de exitosa. Con datos del registro de entidades actualizados a 28 de abril de 2008, el Banco de España reconoce que *“en la actualidad no existe ninguna entidad española de este tipo, aunque algunas de las autorizadas en la Unión Europea ya tienen autorización para operar en España. En todo caso, las entidades bancarias españolas sí pueden emitir dinero electrónico y algunas lo hacen.”*

¿Cuál puede ser la razón de esta falta de desarrollo de estas entidades? ¿Desconfianza ante el dinero virtual? Posiblemente, si bien la inclusión de las EDEs en la categoría de entidades de crédito y su sometimiento a la supervisión del Banco de España deberían despejar esas dudas, ya que el dinero electrónico no es sólo cosa de los *linden dollars* del mundo virtual “Second Life”.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **15. EL BANCO DE ESPAÑA APRUEBA LAS CLÁUSULAS GENERALES DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DE DEPÓSITOS INTERBANCARIOS**

El 18 de febrero de 2008 entró en funcionamiento el denominado sistema TARGET2-Banco de España, integrante del sistema TARGET2. Se trata de un avance en la construcción de un sistema europeo de pagos.

La entrada en funcionamiento de ese nuevo sistema debe implicar la desaparición del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE). Por ese motivo, el Banco de España dictó una Resolución el pasado 25 de enero de 2008 (BOE de 13 de febrero), que aprobaba las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios.

Dicha Resolución mantiene, sin perjuicio de la desaparición del SLBE [de la que se ha ocupado la Circular 1/2008, de 25 de enero (BOE de 13 de febrero)], el Servicio de Liquidación de Depósitos Bancarios por considerar que supone a favor de las entidades participantes en el mismo distintos valores adicionales y diferenciados de los que ofrece el nuevo sistema TARGET2. Estos valores son, en síntesis, el registro y liquidación de las operaciones, la información estadística relativa a importes y tipos de interés y la evitación de errores, cruce de confirmaciones u olvidos de las órdenes.

Las cláusulas generales describen con cuidado el régimen de participación en el Servicio, la realización, registro y liquidación de órdenes y los demás aspectos relevantes del funcionamiento de ese sistema.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

## **16. NOVEDADES REGLAMENTARIAS EN LA REGULACIÓN DE LOS DEPOSITARIOS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: LA ORDEN EHA/596/2008**

Los depositarios son un tipo de entidades auxiliares de las IIC, de existencia necesaria tanto en el caso de los fondos de inversión como de las SICAV, que desarrollan un papel de importancia esencial tanto desde el punto de vista regulatorio como desde el punto de vista práctico. Desde el punto de vista regulatorio, la importancia de su papel obedece a que la ley le atribuye, junto a su función de custodia de los activos financieros y de la liquidez de las IIC, otras funciones documentales que comparte con las SGIIC y, sobre todo, funciones de vigilancia de la gestión que desarrollan tales SGIIC o los administradores de las SICAV. Desde el punto de vista práctico, la importancia de su papel obedece a que, en nuestro mercado financiero, suelen actuar como depositarios las entidades de crédito que son las matrices de los grupos bancarios en

los que están encuadradas, como filiales, las SGIIC o las SICAV; lo cual ha obligado a establecer cautelas de separación entre las SGIIC y los depositarios para evitar que situaciones eventuales de conflictos de interés, redundaran en el cumplimiento deficiente de su función de vigilancia de la gestión en perjuicio de los partícipes y accionistas de las IIC (ver nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2.<sup>a</sup> ed., Barcelona 2003, págs. 178 y ss.).

En este contexto, la promulgación de la LIIC de 2003 —que se ocupa del depositario en su título V, artículos 57 a 64— y del RIIC de 2005 —que se ocupa del depositario en su título V, artículos 91 a 95— obligaban a adaptar el régimen reglamentario de segundo nivel contenido en sendas Órdenes del MEH de 30 de julio de 1992, sobre las funciones y obligaciones de los depositarios en general, y de 24 de septiembre de 1993, que en su capítulo VI se ocupaba de las funciones y obligaciones de los depositarios de IIC inmobiliarias (ver nuestra noticia sobre “*Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria: la Orden de 24 de septiembre de 1993*”, en esta RDBB n.º 52, 1993, págs. 1213 a 1224). Ahora, estas Órdenes se derogan por la Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de IIC y se concreta el contenido de los estados de posición (BOE n.º 58 del viernes 7 de marzo de 2008).

Esta Orden EHA/596/2008 desarrolla aspectos básicos de las tres funciones esenciales que atribuye la legislación a los depositarios de IIC:

a) En primer lugar, desarrolla la función de vigilancia y supervisión de la gestión de los fondos de inversión por sus SGIIC o de la gestión de las sociedades de inversión por sus administradores con carácter general (artículo 2). Además, presta una atención especial a determinados supuestos en que aquella función presenta especialidades: bien porque se delegue en terceras entidades (artículo 2.6) o bien porque se refiera a IIC inmobiliarias (artículo 2.2), a IIC de inversión libre (artículo 3) o a IIC de inversión libre (artículo 4) (ver nuestras noticias en esta RDBB sobre “*El desarrollo reglamentario de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados ‘hedge funds’)*”, n.º 102, 2006, págs. 290 a 294 y sobre la “*Reforma del régimen reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (los denominados ‘hedge funds’)* por el Real Decreto 362/2007”, n.º 106, 2007, págs. 195 a 197).

b) En segundo lugar, desarrolla la función de custodia de valores y efectivo de las IIC (artículo 5) y la función aneja de administración de aquellos valores y demás activos financieros (artículo 6). A tal efecto, conviene recordar que el depósito de los valores lleva implícito un deber de administración por parte del depositario —que convive con la función de gestión de la SGIIC— conforme al esquema clásico del depósito administrado de valores previsto en el artículo 308 de nuestro Código de Comercio. En este punto, vuelve a prestarse una atención particularizada a las especialidades de la función de custodia y administración de valores y efectivo de las IIC de inversión libre (artículo 7).

c) En tercer lugar, desarrolla la intervención del depositario en los procesos de suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión en general y

atiende a las especialidades que puede presentar la suscripción de participaciones de fondos de inversión inmobiliaria cuando se realice mediante aportación de inmuebles (artículo 8).

En relación con los desarrollos precedentes, la Orden EHA/596/2008 obliga al depositario a contar con un manual de procedimientos internos (artículo 9).

Por último, la Orden EHA/596/2008 desarrolla la información que deberá contener el estado de posición que la SGIIC o el depositario de un fondo de inversión deberán remitir a cada partícipe conforme a lo previsto en el artículo 4.3 del RIIC.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

---

# BIBLIOGRAFÍA

---

## DERECHO BANCARIO

### — NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

ADORRAGA MORALES, R./XIMÉNEZ RODRÍGUEZ, S., “La internalización de órdenes en la Directiva MiFID”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 193.

ATHANASSIOU, P., “When is e-money not E-money? Reflections on the revision of the E-money directive” en *Euredia*, n.º 3-4 (2006), p. 321.

GUARINO, G., *Eurosistema, analisi e prospettive*, Milán (2006), pp. XII-188.

KELLER, D., “Financial integration in Europe”, en *Euredia* n.º 1 (2007-2008), p. 19.

MARTÍNEZ ARIAS, A., “Nueva regulación de la auditoría legal en la Unión Europea: la Directiva 2006/43/CE”, en *Noticias de la Unión Europea* n.º 276 (2008), p. 43.

PAECH, P., “EU post trading, the ‘barriers’ and harmonisation of law”, en *Euredia*, n.º 3-4 (2006), p. 279.

### — ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CANDREIA, P., *Konzerne als marktbeherrschende Unternehmen nach Art. 7 KG*, Zurich (2007), 284 pp.

CONAC, P./ENRIQUES, L./GELTER, M., “Constraining Dominant Shareholders’ Self-Dealing: The Legal Framework in Fran-

ce, Germany and Italy”, en *European Company and Financial Law Review* n.º 4 (2007), p. 491.

FUENTES, M., “Corporate Groups and Creditors Protection: An Approach from a Spanish Company Law Perspective”, en *European Company and Financial Law Review* n.º 4 (2007), p. 529.

GRELON B./DESSUS-LARRIVÉ, C., “La confusion des patrimoines au sein d’un groupe”, en *Revue Pratique des Sociétés* (1<sup>er</sup> trimestre 2007), p. 115.

GRIPPA, C., “Sulla ‘sana e prudente gestione’ delle fondazioni bancarie”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.<sup>a</sup> parte, (2007), p. 574.

### — ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

CORNUT, C., “Crise et droit”, en *Euredia* n.º 1 (2007-2008), p. 11.

GÓMEZ DE MIGUEL, J.M., “Los conglomerados financieros: una visión sobre su regulación prudencial y los retos que plantea su desarrollo”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 193.

Van RAEMDONCK, K., “Immunities of central bank assets: towards greater legal certainty?”, en *Euredia*, n.º 3-4 (2006), p. 357.

Von BOGDANDY, A./BAST, J., “Scope and limits of ECB powers in the field of securities settlement. An analysis in view of the proposed ‘TARGET2-Securities’ system”, en *Euredia*, n.º 3-4 (2006), p. 365.

— BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)

CAPRIGLIONE, F., “Riflessioni a margine delle ‘liberalizzazioni’ bancarie recate dal c.d. decreto Bersani-bis (d.l. 31 gennaio 2007, conv. Nella l. 2 aprile 2007, n. 40)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 593.

— CONTRATOS BANCARIOS

ILLESCAS ORTIZ, R., “La Ley 22/2007 sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y la dogmática contractual electrónica”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 84 (2007), p. 3.

OLIVIERI, G., “La revocatoria dei pagamenti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 424.

PISCITELLO, P., “Piani di risanamento e posizione delle banche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 538.

ROLLER/ELSTER/KNAPPE, “Spreadabhängige Constant Maturity (CMS) Swaps – funktionsweise, Risikostruktur und rechtliche Bewertung”, en *ZBB* n.º 5 (2007), p. 345.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

DOLMETA, A.A., “Garanzie bancarie”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 513.

ESPIGARES HUETE, J.C., “La efectividad de la garantía ‘a primer requerimiento’: ¿fianza o garantía equivalente a un depósito caucional?”, en *La Ley* n.º 6636 (24 de enero de 2007), p. 1.

## DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

BALZER, “Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung”, en *ZBB* n.º 5 (2007), p. 333.

BINDER, “‘Prozeduralisierung’ und Corporate Governance”, en *ZGR* n.º 5 (2007), p. 745.

BLANCHE, D., “La transposition de la MIF en France dans la perspective de la concurrence entre places financières: un vent de libéralisme financier soufflé au pays de Colbert!”, en *Euredia* n.º 1 (2007-2008), p. 31.

COMMITTEE ON CORPORATE LAW, “Corporate Director’s Guidebook, Fifth Edition”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2007), p. 1479.

DORWÄCHTER/TRAFKOWSKI, “Anmerkungen zum Abfindungs-Cap in Nummer 4.2.3 n.F. des Deutschen Corporate Governance Kodex”, en *NZG* n.º 22 (2007), p. 846.

EBKE, W./LUTTERMANN, C./SIEGEL, S., *Internationale Rechnungslegung für börsenunabhängige Unternehmen*, Baden-Baden (2007), 205 pp.

GARRIDO GARCÍA, J.M., “El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 39.

HIRTE, H., “Forschungsperspektiven des Unternehmens —und Kapitalmarktrechts sowie des Verfahrens— und Insolvenzrechts”, en *ZGR* n.º 4 (2007), p. 511.

HOPT, K./TRAUTMANN, C., “Zukunftsperspektiven der privatrechtlichen Forschung —Gesellschafts— und Kapitalmarktrecht”, en *ZGR* n.º 4 (2007), p. 480.

JORDANS, “Die Umsetzung der MiFID in Deutschland und die Abschaffung des § 37d WpHG”, en *WM* n.º 39 (2007), p. 1827.

KALSS, S., “Maßgebliche Forschungsfelder in der nächsten Dekade im Bereich des Gesellschafts— und Kapitalmarktrechts”, en *ZGR* n.º 4 (2007), p. 520.

LANG, J.C., *Corporate Governance der Fußballunternehmen. Leitung, Überwachung und Interessen im Sportmanagement*, Berlín (2007), 322 pp.

MANSO PONTE, E., “La convergencia en el ámbito de la información financiera”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 219.

MAURER, M., *Corporate Stakeholder Responsiveness. An Evolutionary and Learning Approach*, Berna (2007), 452 pp.

MERKT, H., “Die Zukunft der privatrechtlichen Forschung im Unternehmens— und Kapitalmarktrecht”, en *ZGR* n.º 4 (2007), p. 532.

OLIVIERI, “I controlli ‘interni’ nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 34.4 (2007), p. 409.

RINGE, W.-G., “Die Neuregelung des Internationalen Kapitalmarktpublizitätsrechts durch die Neufassung der Transparenzrichtlinie”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 22 (2007), p. 809.

ROEGOLE/GÖRKE, “Novelle des Investmentgesetzes (InvG)”, en *BKR* n.º 10 (2007), p. 393.

SASTRE CORCHADO, G.J., “La Directiva de Abuso de Mercado. Un nuevo marco en Europa”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 253.

SCHÄFER, “Sind die §§ 31 ff. WpHG n.F. Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB?”, en *WM* n.º 40 (2007), p. 1872.

SCHLAEGEN, M., *Die Finanzsicherheits-Richtlinie (2002/47/EG) und ihre Umset-*

*zung in deutschem Recht*, Frankfurt (2007), 208 pp.

VETTER, “Änderungen 207 des Deutschen Corporate Governance Kodex”, en *DB* n.º 36 (2007), p. 1963.

#### — OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

HALFPAP, P., *Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA. Ein institutioneller Vergleich*, Frankfurt (2007), 260 pp.

WYMEERSCH, E., “CESR, A Building block in Europe’s future financial regulatory system”, en *Euredia* n.º 1 (2007-2008), p. 15.

#### — RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

ALEJANDRE SISCART, M., “Implicaciones del nuevo panorama normativo de los mercados de valores sobre el mercado de derivados titulizados”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 319.

INGELMO GARCÍA, M.R., “Los sistemas organizados de negociación (SON)”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 303.

PODEWILS, F., “Wertpapier-Auftragsausführungssysteme im Wettbewerb. Börsen, Geregelte Märkte und Internalisierer”, Hamburg (2007), 424 pp.

RAMOS VILLAR, I., “La concertación de derivados ‘over the counter’ sobre los derechos de emisión europeos”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 337.

#### — ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

GROSS, W./KLEIN, M. “Kein Untergang von Verlusten nach § 8c KStG beim Börsengang”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 24 (2007), p. 896.

— CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

AGUAYO ESCALONA, J./RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, J.L., “Alcance y efectos de las *comfort letters* y *Arrangement letters* en las ofertas públicas de venta o suscripción”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 385.

BITTER, “Geschäftsschädigende Verlautbarungen börsennotierter Aktiengesellschaften über Vertragspartner im Spannungsfeld zwischen Ad-hoc-Publizität und vertraglicher Rücksichtnahmepflicht”, en *WM* n.º 42 (2007), p. 1953.

BLAUROCK, “Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht”, en *ZGR* n.º 5 (2007), p. 603.

EICHELBERGER, “Manipulation ohne Absicht? – Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation (§ 20.ª WpHG)”, en *WM* n.º 44 (2007), p. 2046.

FERRAN, E., “Cross-border Offers of Securities in the EU: The Standard Life Flotation”, en *European Company and Financial Law Review* n.º 4 (2007), p. 461.

GOBBO, “I conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento: l’ordinamento tedesco”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 34.4 (2007), p. 422.

HOFMANN, A., *Aufklärung und Anlageberatung. Pflichtenmaßstab und Kausalität*, Frankfurt (2007), 232 pp.

PADBERG, K., *Die Bedeutung des Börsenkurses für die Höhe von Barabfindungen*, Frankfurt (2007), 373 pp.

REUTER, A., “Gesellschaftsrechtliche Fragen der Unternehmensbewertung mit internationalen Bezügen”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 24 (2007), p. 881.

REUTTER, T.U./WERLEN, T., *Kapitalmarkttransaktionen II*, Zurich (2007), 156 pp.

ROTHENDÖRFER, K., *Anlegerschutz durch Schriftform und Dokumentation bei*

*Wertpapierdienstleistungen*, Baden-Baden (2007), 396 pp.

TUCCI, A., “La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra ‘nullità virtuale’, culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, 2.ª parte, (2007), p. 632.

VEIL, “Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung”, en *DB* n.º 39 (2007), p. 1821.

— OPAS

ACKERMANN, S., “Das internationale Privatrecht der Unternehmensübernahme. Deutsches und europäisches Übernahmekollisionsrecht im Spannungsfeld zwischen internationalem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht”, Baden-Baden (2007), 341 pp.

BENEDETTELLI, M.V., “Offerte pubbliche d’acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 551.

COPPIK, J., *Gesetzliche Regulierungsvorgaben für Unternehmensübernahmen in Deutschland. Eine ökonomische Analyse*, Baden-Baden (2007), 320 pp.

DAUSEND, K.CH., *Pflichtangebot gem. §§ 35ff. WpÜG und Negative Eigentumsfreiheit*, Göttingen (2007), 306 pp.

DESANA, E., “Tribunale versus Corte d’Appello nella vicenda Sai Fondiaria: due pronunce ambrosiane sulle conseguenze della violazione dell’Opa obbligatoria”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, 2.ª parte, (2007), p. 593.

DIEUX, X./WILLERMAIN, D., “Les o.p.a. obligatoires en droit belge et européen après la directive du 21 avril 2004 et la loi du 1<sup>er</sup> avril 2007”, en *Revue Pratique des Sociétés* (1<sup>er</sup> trimestre 2007), p. 7.

FLEISCHER, “Umplatzierung von Aktien durch öffentliches Angebot und verdeckte Einlagenrückgewähr nach § 57 Abs. 1 AktG”, en *ZIP* n.º 42 (2007), p. 1969.

GÓMEZ POMAR, F./SÁEZ LACAVE, M.I., “La eficacia del deber de pasividad de

los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 131.

PAUL, C.A., *Die Relevanz des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) für Verschmelzungen und Spaltungen unter Beteiligung der Zielgesellschaft. Zugleich ein Beitrag zum Schnittbereich von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, Berlín (2007), 320 pp.

RÖSSLER, G.J., *Squeeze Out. Rechtsfragen und Probleme einer Neuerung des deutschen Aktienrechts mit Ausblick ins Übernahmerecht*, Frankfurt (2007), 211 pp.

SÁNCHEZ CALERO, F., “Líneas generales del nuevo régimen de las OPAS”, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación* n.º 37 (2007), p. 227.

VENTOSO DEL RINCÓN, A., “Exigibilidad y contenido de la información financiera intermedia, pro forma y proyectada en folletos de admisión y oferta pública de acciones”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 377.

WIDDER/BEDKOWSKI, “Ad-hoc-Publizität im Verfeld öffentlicher Übernahmen – Kritische Überlegungen zu § 15 WpHG im übernahmeherechlichen Kontext”, en *BKR* n.º 10 (2007), p. 405.

#### — RÉGIMEN DE LOS INSIDER

FLEISCHER, H./ULRICH SCMOLKE, K., “Gerüchte im Kapitalmarktrecht – Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 23 (2007), p. 841.

KEMNITZ, L., *Due Diligence und neues Insiderrecht. Die Problematik der Due Diligence von außerbörslichen Paketerwerben unter besonderer Berücksichtigung der Auslegungsmethodik angeglichenen Rechts*, Berlín (2007), 128 pp.

MÜLBERT/STEUP, “Das zweispurige Regime der Regelpublizität nach Inkrafttreten des TUG”, en *NZG* n.º 20 (2007), p. 761.

PÄSSLER, N.M., *Interessenkonflikte in der Informationsintermediation. Eine ökonomische Analyse*, Frankfurt (2007), 500 pp.

PHILIPPS, “Halbjahresfinanzberichterstattung nach dem WpHG”, en *DB* n.º 43 (2007), p. 2326.

REDONNET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ámbito de las exenciones de registro de un folleto informativo en las operaciones de integración empresarial”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 369.

WILD, E.M.; “Prospekthaftung einer Aktiengesellschaft unter deutschem und europäischem Kapitalschutz”, Colonia (2007), 289 pp.

ZSCHENDERLEIN, D., *Die Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Auskunftserteilung in der Aktiengesellschaft. Zum Problem der Zulässigkeit der Weitergabe von Informationen an einzelne Aktionäre und Dritte*, Frankfurt (2007), 175 pp.

#### — SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

BÖH, W., *Die Aufklärungspflicht einer Bank bei der Finanzierung einer Beteiligung an einem geschlossenen Immobilienfonds*, Frankfurt (2007), 411 pp.

BORST, D., *Die Prinzipien des Schutzes von Immobilienanlegern bei Fonds- und Beirägermodellen. Eine Untersuchung der Judikaturlinien und ihrer gesetzlichen Anknüpfungspunkte unter dem Aspekt der Gewährung eines homogenen Schutzniveaus*, Baden-Baden (2007), 329 pp.

DE SOUSA, O., *Regulierung von Hedgefonds in Deutschland. Ein Rechtsvergleich mit den Vereinigten Staaten von Amerika und Luxemburg*, Frankfurt (2007), 164 pp.

FERRUZ AGUDO, L./SARTOMARZAL, J./VICENTE GIMENO, L., “Una aproximación a la convergencia estratégica en los fondos de inversión de renta variable nacional”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 209.

HARRER/LEPPERT, “Rechtliche Aspekte des German Real Estate Investment Trust (G-REIT)”, en *WM* n.º 42 (2007), p. 1662.

LEHMANN, “Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationales Zuständigkeitsproblem”, en *ZIP* n.º 40 (2007), p. 1889.

SCHMOLKE, “Institutionelle Anleger und Corporate Governance – Traditionelle ins-

titutionelle Investoren vs. Hedgefonds”, en *ZGH* n.º 5 (2007), p. 701.

SPITZWEG, A., *Das russische föderale Gesetz “über Investmentfonds”*, Frankfurt (2007), 313 pp.

## TÍTULOS VALORES

### — EN GENERAL

MASTROPAOLO, E.M., “Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell’acquirente di buona fede”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 5, 1.ª parte, (2007), p. 599.

### — VALORES MOBILIARIOS

GARCIMARTÍN F./GÓMEZ-SANCHA, I., “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 75.

PAUS, B., “Abspalten eines nachträglichen Entgelts für Bezugsrechte aus einem hohen, späteren Erlös für die Altaktien”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 23 (2007), p. 861.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 3.

SCHROETER, U.G., “Vinkulierte Namensaktien in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE)”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 23 (2007), p. 854.

TARABUSI, “Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 34.4 (2007), p. 456.

### — ACCIONES

BAYER, W./HOFFMANN, T./WEINMANN, D., “Kapitalmarktreaktionen bei Ankündigung”, en *ZGR* n.º 4 (2007), p. 457.

GRECHENIG, K., “Discriminating Shareholders through the Exclusion of Pre-emption Rights? —The European Infringement Proceeding against Spain (C-338/06)—”, en *European Company and Financial Law Review* n.º 4 (2007), p. 571.

GUERRA MARTÍN, G., “La licitud de operaciones de adquisición de acciones propias que respondan a finalidades distintas de las expresamente tipificadas en la normativa del mercado de valores como ‘puertos seguros’ (*safe harbours*)”, en *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 1 (2007), p. 353.

ISAAKIDIS, A., *Die “wertpapierfreie” Aktie. Eine Analyse der Verkehrsfunktionen der verbrieften Aktie im deutschen Recht sowie eine Synopse des griechischen Rechts der verbrieften Aktie. Zugleich eine rechtsvergleichende Untersuchung zur Gewährleistung der Verkehrsfunktionen im modernen Effektenhandel*, Frankfurt (2007), 199 pp.

### — OBLIGACIONES

DE LUCA, N., ““Timbri e scarabocchi”; note sulla sottoscrizione degli assegni bancari da parte di amministratori di società”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, 2.ª parte, (2007), p. 557.

**TÍTULO: LAS “DEPOSITORY SHARES”. LA NEGOCIACIÓN CRUZADA DE VALORES EN MERCADOS EXTRANJEROS**

*Autor: Marcos, Francisco, Thomson-Civitas, 2007, 606 pp.*

Los mecanismos empleados para la negociación en mercados extranjeros de las acciones y de otros valores mobiliarios emitidos por las sociedades anónimas no habían recibido su debido tratamiento en la doctrina española hasta la publicación del libro de Francisco MARCOS, *Las “Depositary Shares”. La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros* (Thomson-Civitas, 2007). Las contribuciones existentes hasta ahora, señaladamente los artículos publicados en esta misma *Revista* de Jorge ADELL (número 56, octubre-diciembre 1994, págs. 989-1019) y Alejandro FERNÁNDEZ DE ARAOZ y Francisco J. ZAMORA CABOT (número 49, enero-marzo 1993, páginas 101-162), así como algunas páginas del libro de Manuel CASTILLA, *Regulación y Competencia en los mercados de valores*, publicado por Cívitas en 2001, apuntaban y esbozaban las características de estos instrumentos, proporcionando una primera aproximación a las *Depositary Shares*, pero sin dar una perspectiva completa de los complejos elementos jurídicos que rodean a su creación y a su utilización práctica.

Por esta razón, el trabajo del profesor MARCOS debe ser particularmente bienvenido, al constituir una primera construcción completa, con una notable dosis de novedad, de un instrumento muy conocido y utilizado en los mercados financieros internacionales, pero hasta el momento huérfano de estudios y reflexiones teóricas en nuestra doctrina. El libro describe de manera exhaustiva y sistemática las características de las *Depositary Shares*, para luego adentrarse en la rica y compleja problemática jurídica que estos instrumentos suscitan en la práctica del Derecho societario y del mercado de valores.

La primera parte del libro (capítulos 1 a 3) es esencialmente descriptiva, pero tiene un indudable valor, por la acumulación de información que en ella se contiene sobre la tipología y las características jurídicas y económicas de las *Depositary Shares*, su evolución histórica y las ventajas e inconvenientes que su utilización tiene tanto desde la perspectiva de las sociedades como desde la perspectiva de los inversores. Debe destacarse la relevancia económica de su utilización en los mercados, de la que dan cuenta las estadísticas que el autor incorpora en las páginas 509 y 510 del trabajo. Desde el nacimiento de este instrumento en 1927 para permitir la negociación de las acciones de los grandes almacenes británicos *Selfridges* en el *New York Curb Exchan-*

ge hasta nuestros días, el desarrollo de esta figura y de las derivaciones de la misma ha resultado abrumador. Ni las sucesivas crisis de los mercados de valores, ni las diversas intervenciones de los reguladores, ni los experimentos para diseñar nuevas formas de negociación directa de valores extranjeros en los mercados norteamericanos (señaladamente a partir de las *Global Shares* diseñadas por *Daimler-Chrysler*, como el autor nos cuenta en las páginas 45 y 46) han hecho mella en el crecimiento de la utilización de este instrumento en los mercados y en su éxito.

La segunda parte del libro, especialmente el capítulo 6, se sumerge en la problemática que la utilización de estos instrumentos suscita desde la perspectiva de las sociedades extranjeras. En efecto, allí se esbozan los problemas que, desde nuestro ordenamiento societario y del mercado de valores, pueden plantear las *Depositary Shares* cuyo subyacente sean acciones emitidas por una sociedad española. Los derechos del titular de las *Depositary Shares*, y el impacto o la relevancia que las operaciones societarias y de los mercados de valores puedan tener sobre estos instrumentos son examinados de manera sistemática. La construcción que el profesor MARCOS realiza resulta especialmente meritoria, al mezclar las reflexiones dogmáticas y doctrinales con un notable enfoque empírico, al recoger una buena representación de las cláusulas contractuales usadas en la práctica (que se reproducen tanto en las notas al pie como en los apéndices 4 y 5 del libro) y enriquecedores ejemplos prácticos de casos reales en que las *Depositary Shares* han tenido un impacto decisivo (como, por ejemplo, la OPA de ENDESA sobre la chilena ENERSIS en 1999 en la página 364, o las acciones de responsabilidad contra los administradores de BP y Honda, en las páginas 378 y 379).

A modo de puente entre los tres primeros capítulos del libro y los dos últimos se inserta un audaz ensayo de construcción de las *Depositary Shares*, de singular valor. En él se desentierran las profundas raíces fiduciarias sobre las que se construyen estos instrumentos (páginas 222 a 240) y se subrayan las ineludibles y relevantes consecuencias de esta fiduciariedad que rodea a las *Depositary Shares* (páginas 241-262). La lectura de estas páginas permite comprobar el difícil encaje en nuestra cultura jurídica de una institución concebida en una cultura y una dogmática muy alejadas de la nuestra, pero también el valioso trabajo de investigación realizado por el profesor MARCOS.

La doctrina iusmercantilista española cuenta, gracias al libro del profesor MARCOS, con una relevante contribución al estudio de estos instrumentos jurídicos, de carácter omnicompreensivo, que permite superar las lagunas presentes en los estudios que la doctrina comparada había dedicado a la figura hasta la fecha. En efecto, hasta ahora los trabajos en la materia han pecado, bien de ser excesivamente descriptivos, bien de estar exclusivamente enfocados hacia la resolución de específicas cuestiones prácticas. Faltaba, por ello, un trabajo que permitiera cubrir los vacíos que estas contribuciones aisladas ponían de relieve. El libro del profesor MARCOS se nutre de ambas fuentes y realiza una construcción propia, que pretende cubrir toda la realidad y los diferentes perfiles de las *Depositary Shares*. El intento de abarcar todas las dimensiones jurídicas de las *Depositary Shares* hace que la tarea que el profesor MARCOS se propone resulte particularmente ambiciosa. Y este afán de tratar todas las cuestiones jurídicas de interés provoca que, especialmente en la segunda parte del libro, el análisis de algunas cuestiones pueda resultar si acaso algo desequilibrado. En efecto, podría

echarse de menos una mayor atención a la dimensión cartular, pues los apuntes que se realizan en las páginas 282-289 constituyen un mero esbozo de las cuestiones y problemas que la representación y circulación de los títulos que representan a estos instrumentos pueden suscitar. Otro tanto podría decirse, aunque probablemente en menor medida, de su análisis sobre la problemática societaria (páginas 345-390), y aún más sobre la difícil imbricación de las diferentes regulaciones de los mercados de valores que suelen verse implicadas en la emisión y negociación de estos instrumentos (que analiza entre las páginas 291 a 332, con un enfoque muy centrado en la perspectiva norteamericana). No obstante, tampoco se me escapa que estas consideraciones críticas pueden pecar de excesivas e injustificadas, pues es evidente que en caso contrario el libro habría revestido dimensiones enciclopédicas que lo harían inmanejable. Ciertamente, el tratamiento exhaustivo de toda la problemática jurídica que las *Depositary Shares* suscitan constituye una empresa que excede del propósito de este libro. Por ello, el libro cumple con creces la misión de proporcionar una construcción sólida y rigurosa de las *Depositary Shares* desde la perspectiva doctrinal, a la vez que apunta soluciones solventes a muchos de los problemas que en la práctica han planteado estos instrumentos.

El libro de MARCOS será de gran utilidad a los abogados expertos en los mercados de valores y derecho de sociedades, especialmente en su asesoramiento a grandes compañías cotizadas que utilicen *Depositary Shares* para negociar sus valores en otros mercados, dada la infinidad de dudas y cuestiones que esta figura suscita en la práctica. Pero el libro de MARCOS servirá también a los juristas académicos, que pueden ver en él un inmejorable ejemplo del método con el que se debe afrontar el estudio y la construcción dogmática de las novedosas instituciones y soluciones jurídicas que abundan en los modernos mercados financieros.

Para todos ellos, el texto del profesor MARCOS se acompaña de varios apéndices sumamente útiles, que permitirán a los interesados profundizar en el análisis de algunas cuestiones que el trabajo aborda. Así, se recoge como apéndice 6 la crucial comunicación de la SEC sobre las *American Depositary Shares* (1991) y también una muestra de la praxis contractual en la materia, que se inaugura por los modelos de contratos que utilizan los bancos depositarios (apéndices 1 y 2) y concluye con una variada recopilación de las cláusulas contractuales en materia de derecho de voto y derechos de suscripción preferente (apéndices 4 y 5).

En fin, debe reconocerse la extraordinaria virtud del trabajo del profesor MARCOS, al aportar una primera construcción de la institución desde la perspectiva del jurista continental, que no estaba presente en la literatura de nuestro entorno. Las contribuciones de la doctrina alemana, a través del libro de Klaus-Peter RÖHLER, publicado por Nomos en 1997, y los artículos de ASSMANN, de BUNGERT y PASCHOS, y de ZACHERT, de la doctrina francesa, con los escritos de COURET, y de la italiana, con los de VENTORUZZO y DI MACHIO, de los que el autor da cuenta en su libro, reciben ahora una singular aportación con el libro de MARCOS. No se trata de una traslación a nuestro país de las tesis o posturas defendidas en otros lugares. Precisamente por ello, y sin que ello le reste valor alguno al trabajo, las audaces propuestas del profesor MARCOS pueden resultar contradictorias en algún punto, aunque siempre sumamente sugerentes y valiosas.

La construcción del profesor MARCOS ensalza los aspectos contractuales y apunta a la escisión de la titularidad sobre los subyacentes (págs. 239-245), pero tiene quizás el peligro de conducir a consecuencias un tanto inconsistentes. Es seguro que MARCOS se limita a reflejar lo que ocurre en la práctica, pero quizás debiera criticar que así sea, pues no parece razonable que quien con carácter general no es considerado titular de los valores subyacentes sí lo sea de manera particular a algunos efectos (por ejemplo, para algunas operaciones con las propias acciones y para el control establecido por alguna regulación sectorial, véanse páginas 381 y siguientes). *Tertium no datur*. En cualquier caso, era el riesgo que el profesor MARCOS afrontaba al navegar por aguas desconocidas, riesgo que probablemente resulte inherente al evidente choque de culturas y tradiciones jurídicas que caracteriza a las *Depositary Shares*, pero que en todo caso ha sabido superar de una forma especialmente brillante a través de una obra muy valiosa y enriquecedora, por la que sin duda hay que felicitarle.

*Javier García de Enterría*

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Abogado*

## **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.