

# ÍNDICE

Página

## ARTÍCULOS

- Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs. *Fernando Sánchez Calero* ..... 9
- La aplicación de la “MIFID” a las entidades de crédito. Una aproximación a partir del Anteproyecto de Ley de Modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores. *Francisco Uría Fernández* ..... 41
- Los derechos especiales de emisión de dióxido de carbono en el derecho español. *Isabel Rodríguez Martínez* ..... 83

## CRÓNICA

- La Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de Mejora de la Protección de los Consumidores y Usuarios: contenido y reflexiones a la luz de su articulado. *Javier Martínez Rosado* ..... 133

## JURISPRUDENCIA

- De nuevo, el valor obligacional de las cartas de patrocinio. *J. Sánchez-Calero Guilarte* ..... 169

## NOTICIAS

1. Interpretaciones sobre las Normas Internacionales de Información Financiera. <i>Fernando Sánchez Calero</i> .....	189
2. La nueva regulación de los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial: la Orden PRE/3/2007. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	190
3. La Fundación de Estudios Financieros publica su “Observatorio de gobierno corporativo 2006”. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> ....	194
4. Recurso de la Comisión Europea contra la legislación francesa sobre prohibición de remuneración de cuentas corrientes. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	194
5. Reforma del régimen reglamentario de las Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre (los denominados <i>Hedge Funds</i> ) por el Real Decreto 362/2007. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	195
6. EEUU: Iniciativa legislativa para un mayor control por los accionistas de la retribución de los administradores. <i>Juan Sánchez-Calero</i>	197
7. La Directiva 2007/16/CE, de la Comisión, sobre las inversiones de los OICVM. <i>Javier Fernández Alén</i> .....	199
8. Transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones públicas y las empresas públicas. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	201
9. Sobre el ejercicio del derecho de voto por parte de los accionistas. <i>Alberto Ayala</i> .....	202
10. Documento del Gobierno británico sobre la aplicación de la Directiva de fusiones transfronterizas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .	203
11. Estudio de la Comisión Europea sobre la proporcionalidad entre el Capital y el control en las sociedades cotizadas. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	207

	<u>Página</u>
12. Interpretación restrictiva de la “actuación en concierto” en la jurisprudencia alemana. <i>Andrés Recalde Castells</i> .....	208
13. La transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición a la legislación británica. <i>Blanca Puyol Martínez-Ferrando</i> .....	214

## BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía .....	227
--------------------	-----

---

# ARTÍCULOS

---

# LÍNEAS GENERALES DEL NUEVO RÉGIMEN SOBRE LAS OPAS

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO  
*Catedrático de Derecho Mercantil*

---

## SUMARIO

- I. PRELIMINAR.
- II. NECESARIA MODIFICACIÓN DE NUESTRO RÉGIMEN SOBRE LAS OPAS.
- III. NOTAS BÁSICAS DEL NUEVO RÉGIMEN DE LAS OPAS.
  - 1. **Presupuesto de la obligatoriedad.**
  - 2. **OPA sobre la totalidad de los valores de la sociedad afectada con derecho de voto.**
  - 3. **Carácter equitativo del precio de la OPA.**
- IV. OTROS ASPECTOS RELEVANTES DEL NUEVO RÉGIMEN.
  - 1. **Regla de la neutralización.**
  - 2. **Sometimiento de las OPAs a otros regímenes ajenos a la LMV.**
  - 3. **Obligaciones de los administradores una vez formulada la OPA.**
  - 4. **Norma sobre la mayor transparencia de la estructura de las sociedades cotizadas.**
  - 5. **Compraventas forzosas.**

---

(\*) Este artículo es una revisión de la ponencia expuesta por el autor en la sesión de académicos de número, que tuvo lugar el 5 de marzo de 2007 en la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, sobre el proyecto de Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, en la parte relativa a la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición. En aquella sesión se expuso el tema sobre la base del texto que en esa fecha se publicó en el BO del Senado, tras su paso por el Congreso de Diputados. Actualizo el texto teniendo a la vista la Ley 6/2007, de 12 de abril, y el Proyecto de RD relativo a las ofertas públicas de adquisición sometido a audiencia pública el 20 de abril de 2007.

*RDBB núm. 106 / Abril-Junio 2007*

**6. Sobre los fines de una armonización europea del régimen de las OPAs y las carencias de la Directiva.**

V. ALUSIÓN A LAS OPAS ESPECIALES.

**1. Referencia al régimen de las OPAs voluntarias en la Directiva.**

**2. Las ofertas voluntarias en la LMV.**

- A) Posibilidad de OPAs voluntarias parciales.
- B) Exclusión de la OPA obligatoria cuando se ha adquirido el control mediante una OPA dirigida a la totalidad de los valores.

VI. ALUSIÓN A OTROS PRETENDIDOS SUPUESTOS DE OPAS.

VII. RÉGIMEN TRANSITORIO.

---

I. PRELIMINAR

Este trabajo pretende hacer una exposición de las líneas generales del nuevo régimen de las OPAs, tras la promulgación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante LMV), para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de transparencia de las emisiones. El régimen de las OPAs contenido en la Ley 6/2007, inserto en la LMV, efectúa una amplia remisión a preceptos reglamentarios, de manera que esas líneas generales han de trazarse fundamentalmente sobre la base de lo que nos dice esa ley, a la que falta el complemento de su reglamento definitivo, si bien es cierto que para este trabajo disponemos de la ayuda que nos proporciona el Proyecto del Real Decreto “sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, que se ha publicado en trámite de “audiencia pública”. Se trata, sin embargo, de un trabajo que tiene un valor transitorio, porque si normalmente los trabajos jurídicos en el campo *mobile* del llamado Derecho del mercado de valores tienen un valor poco estable dada su modificabilidad, en este caso incluso podríamos decir que su valor es “efímero”, en cuando el “Reglamento” que completa el nuevo régimen se encuentra como hemos dicho *in fieri* <sup>(1)</sup>.

---

(1) Lleva fecha, según ha quedado apuntado, de 20 de abril de 2007, y está sometido a audiencia pública hasta el 10 de mayo.

Sin embargo, a los efectos de hacer una exposición general de la estructura básica del nuevo régimen de las OPAs, nos encontramos con que este régimen jurídico es el resultante de la transposición de la Directiva 2004/25/CE de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, de forma que se asienta en unas determinadas bases que, al menos en principio, pueden darnos una guía de esas líneas generales. En efecto, la Ley 6/2007, en su disposición final primera, declara que con esa Ley “se incorpora parcialmente al Derecho español” esa Directiva porque espera completarse por medio de las normas reglamentarias, por lo que su entrada su vigor se demora hasta el 13 de agosto del presente año (Disposición Final 4.<sup>a</sup>)<sup>(2)</sup>.

La exposición de motivos de la Ley 6/2007 dice que la Directiva de OPAs “es fruto de un largo y complicado proceso de elaboración que llegó a durar cerca de quince años”. Aun cuando el tiempo huye veloz, su recuento de ese proceso puede alargarse y puede afirmarse que se cumplen ahora veintidós años desde se comenzó a promover por la Comisión Europea el texto que quiere insertarse en esa maraña de normas que forma nuestro ordenamiento jurídico sobre el mercado de valores.

Sin poder detenernos en la historia del régimen de las OPAs en el ordenamiento comunitario, tema que está fuera del ámbito de este artículo, es justo recordar que en el año de 1985 se publicó por la Comisión Europea un libro blanco “sobre el perfeccionamiento del mercado interior”, donde afirmaba la urgencia de una regulación de las ofertas públicas de adquisición que afectase a ese mercado, pues lo exige —se decía— el principio de la libre circulación de los capitales y es necesario un régimen armonizado de esta técnica vinculada a la adquisición del control de una sociedad, ya que lo hacen indispensable, por un lado, la tutela de los accionistas minoritarios con el fin de hacerles partícipes de lo que se denomina el valor del control, o si se quiere la prima de control, que se ha de pagar por obtener las acciones con derecho de voto que permiten el dominio de una sociedad y, por otro, porque es ineludible un régimen armonizado en esta materia, como en otras del mercado de capitales, en cuanto que consiente a los inversores de un Estado miembro de la Comunidad la posibilidad de la adquisición de acciones de sociedades de otro Estado<sup>(3)</sup>. La disparidad de régimen de las OPAs entre los distintos Estados hace necesario, se dice en

---

(2) Su publicación se produjo en el BO del Estado de 13 de abril de 2007. Debe hacerse notar que el plazo para su transposición en los distintos ordenamientos estaba fijado en su artículo 21: “a más tardar el 20 de mayo de 2006”.

(3) Véase la referencia a este Libro blanco de la Comisión Europea “sobre el perfeccionamiento del mercado interior” en *RDBB* 22, 1986, pp. 241 y ss.

ese libro blanco, que exista una coordinación en su regulación dentro del ámbito de lo que hoy llamamos Unión Europea<sup>(4)</sup>.

Respondiendo a esta sugerencia, la Comisión inició un aventurado camino que comenzó a recorrer por medio de la “Propuesta de decimotercera directiva del Parlamento europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición”, que lleva la fecha de 19 de enero de 1989, que conviene notar se presenta como décimo tercera Directiva en materia de sociedades<sup>(5)</sup>, aspecto éste que interesa recordar, aun cuando omitamos la historia de las dificultades para que el régimen comunitario de las OPAs saliera adelante. Denominación que mantuvo en la nueva propuesta de Directiva que la Comisión presentó en 1996 al tiempo de retirar la anterior<sup>(6)</sup>, la cual, tras diversas modificaciones, y a pesar de que éstas trataron de superarse por el procedimiento de conciliación que dio lugar a un nuevo texto<sup>(7)</sup>, no obtuvo la aprobación del pleno del Parlamento europeo, ya que en una sesión celebrada el 4 de julio de 2001, a la que asistieron 546 parlamentarios, 273 votaron a favor del texto consensuado y 273 en contra. Tras esta falta de acuerdo la Comisión encargó al grupo de expertos en Derecho de sociedades presidido por el profesor holandés JAAP WINTER que hiciera

---

(4) Dentro de una amplia bibliografía sobre este tema, una interesante referencia a los distintos sistemas y su evolución en los ordenamientos europeos se puede ver en ALONSO UREBA, A. y PALA LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (Hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)”, en *Estudios homenaje F. Sánchez Calero*, III, Madrid, 2002, pp. 2471 y ss.

(5) DO C 64, 14-3-1989, p. 9, que es informada por el Comité Económico y Social (DO C 298, 27-11-1999, p. 56); el Parlamento presenta determinadas enmiendas (DO C 38, 19-2-1990), tras varias nuevas propuestas de la Comisión y Enmiendas por parte del Parlamento, la Comisión cambia de base jurídica (COM/1993/57 final) y más tarde retira la Propuesta (8-2-1996).

(6) En efecto, se denominaba “Propuesta de decimotercera directiva del Parlamento europeo y el Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición” de 8 de febrero de 1996 (DO C 162, de 6-6-1996). Uno de los puntos que dio lugar a mayores dificultades fue el establecimiento del deber de pasividad de los administradores de la “sociedad afectada” por la OPA. El artículo 8, bajo el título de “Obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada”, decía: “Los Estados miembros garantizarán que se adopten normas por las que se disponga que: a) una vez recibida la información relativa a la oferta y en tanto no se haga público el resultado de la misma, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de tomar medidas que puedan frustrar la oferta y, en particular, de emitir acciones que puedan impedir de forma duradera al oferente obtener el control de la sociedad afectada, a menos que cuente con la autorización previa a tal efecto de la junta general de accionistas; b) el órgano de administración de la sociedad afectada elaborará y hará público un documento en el que exponga su opinión con respecto a la oferta, así como los motivos en los que se fundamenta”.

(7) Que lleva fecha de 6 de junio de 2001.

un informe sobre el texto presentado<sup>(8)</sup>, con el fin de elaborar un nuevo texto, el cual, tras superar los informes y cambios precisos, tuvo como resultado la Directiva 2004/25/CE de 21 de abril de 2004, “relativa a las ofertas públicas de adquisición”<sup>(9)</sup>.

## II. NECESARIA MODIFICACIÓN DE NUESTRO RÉGIMEN SOBRE LAS OPAS

La vigencia de la Directiva impuso a España, como al resto de los Estados miembros de la Unión Europea, la modificación de nuestro régimen de las OPAs, a cuya evolución en nuestro ordenamiento no puedo referirme, pero sí he decir que comienza con un proyecto de Decreto del año 1972, que el Consejo de Estado, sobre la base de un documentado dictamen que redactó el Letrado GARCÍA-TREVIJANO, tras declarar el interés de esa regulación, advierte de la falta de la necesaria habilitación legal, porque incide en la LSA. Posteriormente, creo que sin ella, se promulga el RD 1848/1980, de 5 de septiembre, que se modifica por el RD 279/1984, de 25 de enero.

La Ley 24/1988, del Mercado de Valores —modificada por varias leyes, siendo la última de ellas la 7/2007, de 12 de abril— indicaba en su primitivo preámbulo que en su articulado se contempla “el marco general para una regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores destinado a superar las limitaciones de la normativa vigente”. Ese nuevo marco se generó por el RD 1197/1991, de 26 de julio, dictado dentro de la orientación trazada por el artículo 60 de la versión originaria de la LMV; Real Decreto que estableció un régimen excesivamente casuístico e intervencionista y que ha sido modificado en varias ocasiones que han reformado buena parte de sus artículos, con un valor desigual, habiéndose hecho notar por uno de nuestros autores que ha estudiado con más detenimiento esta materia que cuando fuera aprobada la nueva Directiva de OPAs sería “el momento de plantearse si el régimen establecido por el

---

(8) Informe que fue presentado por el grupo de expertos el 10 de enero de 2002; a este grupo se encargó también un estudio de modernización del Derecho de sociedades, dándose primacía, no obstante, al informe sobre el Proyecto de la Directiva de OPAs. Véase en *RDBB* 89, 2003, pp. 277-365, el texto del “Informe del grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión europea”, en su traducción española, realizada por el profesor José María GARRIDO, que fue uno de los miembros de ese Grupo de expertos.

(9) Esta directiva, aun reconociendo la Comisión que pertenecía al Derecho de sociedades, perdió esa referencia expresa en su rúbrica y su numeración.

Real Decreto 1197/1991 en sus líneas caracterizadoras básicas debe mantenerse, corregirse o sustituirse por otro con una concepción de la OPA, especialmente en relación con las adquisiciones de control, distinto del vigente”<sup>(10)</sup>.

Se ha de partir del hecho de que efectivamente la Directiva de 2004 cambia de orientación respecto a la adquisición del control de la sociedad afectada si se compara con el régimen precedente. En efecto está dominada en principio por una concepción diversa, que había sido acogido por diversos ordenamientos de los países de nuestro entorno. La función de la OPA ya no es de forma necesaria un medio que se ha de emplear *a priori* para adquirir el control de una sociedad, sino que sirve de forma especial, en interés del mercado, para el reparto *a posteriori* del valor de la prima del control entre todos los accionistas con derecho de voto, cuando ese control ya se ha adquirido, con el fin de proteger a los pequeños accionistas de la sociedad afectada. Con independencia de este importante aspecto se ha de decir que la Directiva que ahora se transpone es víctima de las dificultades con que se ha encontrado para su nacimiento. Si vale el lenguaje figurado podemos decir que es “una criatura fruto de un parto difícil”, al menos desde la perspectiva de la armonización de su régimen, ya que tiene importantes salvedades que consienten a los Estados miembros, incluso por medio de las propias sociedades, soluciones distintas para problemas nada fáciles, por lo que justamente se ha podido decir respecto a alguno de esos aspectos esenciales que la directiva llega a una armonización disgregante<sup>(11)</sup>. Además, se ha afirmado que es una Directiva de escaso contenido sustancial, por lo que ha llegado a calificarse por un autor francés —siempre con lenguaje figurado y quizá exagerado— como “esquelética”. Desde una perspectiva más optimista se ha dicho que por su flexibilidad deja un amplio margen de manobra para que los Estados miembros opten por el régimen que crean más conveniente, de manera que se afirma que es una Directiva “de geometría variable”

---

<sup>(10)</sup> ZURITA Y SAÉNZ DE NAVARRETE, J., “Diez años de la vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, en *Estudios homenaje F. Sánchez Calero*, III, Madrid, pp. 3031-3087, siendo la frase citada parte del epílogo de ese documentado estudio.

<sup>(11)</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho mercantil de la Universidad Complutense, 2006, 3. Documento depositado en el archivo institucional *EPrints Complutense*. [Http://www.ucm.es/eprints](http://www.ucm.es/eprints). GARRIDO GARCÍA, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, *Noticias de la UE*, 252, 206, p. 77, afirma que en definitiva la “Directiva se caracteriza por la escasez de elementos armonizadores”.

—volvemos a la metáfora, en este caso empleada por un miembro del Grupo de expertos—, al ser casi conciliable con cualquier régimen nacional<sup>(12)</sup>.

Aun cuando ciertamente la Directiva deja muchas cuestiones en el aire<sup>(13)</sup>, se ha de decir —antes de entrar en sus diferencias más importantes con relación al régimen que ahora se deroga— que tiene dos puntos relevantes que ofrecen la posibilidad de completarla o de revisarla. En primer lugar, que la Directiva sobre OPAs en su artículo 18 hace una remisión importante a la eventualidad de ser completada por medio de lo que en el lenguaje comunitario se llama la “comitología”, que, como se sabe, es una especie de facultad reglamentaria que se reserva la Comisión Europea, asistida en este caso por el Comité Europeo de Valores, de dictar algunas normas complementarias de las que debe dar cuenta al Parlamento europeo. En segundo término, cinco años después de la fecha fijada para su transposición (esto es, para el 20 de mayo de 2011) se puede proponer una revisión de la Directiva en los términos que dice su artículo 21.

Dejando a un lado esos aspectos, se ha de indicar que la Directiva parte en su artículo 3.º de unos principios generales, a los efectos de su aplicación, que los Estados miembros deben velar que se cumplan como requisitos mínimos, pudiendo establecer disposiciones más estrictas a partir de esos principios, que son los siguientes; a) todos los titulares de valores de la sociedad afectada deberán recibir un trato equivalente; si una persona adquiere el control de una sociedad los demás titulares deben ser protegidos; b) los destinatarios de la oferta deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta en el empleo, las condiciones de trabajo y los centros de actividad de la sociedad; c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá actuar en interés de la sociedad en su conjunto y no podrá denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta; d) no deberán crearse falsos mercados para los valores de la sociedad afectada, la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta, de forma que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados; e) un oferente no deberá anunciar una oferta hasta después de haber garantizado que puede proporcionar enteramente la contraprestación en efectivo, si se ofreció

---

(12) GARRIDO, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, op. cit., p. 77, tomando el tropo de un autor alemán.

(13) FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Cambios de control y obligación de OPA”, en *Derecho de sociedades cotizadas*, II, p. 1380, las enuncia.

tal contraprestación, y después de haber adoptado todas las medidas razonables para garantizar el suministro de cualquier otro tipo de contraprestación; f) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.

Estos principios que informan el contenido del régimen establecido por la Directiva ponen de manifiesto, entre otros aspectos, un cambio sobre la normativa precedente en nuestro ordenamiento. En efecto, una OPA, de ser una simple oferta con la finalidad o el propósito de adquirir un determinado porcentaje relevante del capital de la sociedad afectada que permita el control de ésta, pasa a tener como una de sus prioridades que todos los accionistas puedan beneficiarse del hecho de que una persona física o jurídica, de forma directa o indirecta, haya adquirido el control de una sociedad. La obligatoriedad de la OPA dirigida por el oferente (u oferentes) a todos los titulares de valores con derecho de voto surge del hecho de que aquél (o aquéllos) haya adquirido el control de la sociedad afectada. La Directiva se preocupa de que los poseedores del control de la sociedad ofrezcan *a posteriori* a todos los accionistas de la sociedad afectada la compra de sus acciones con derecho de voto a un precio equitativo, que la Directiva fija sobre la base de unas pautas para su determinación, con la finalidad de que, en beneficio del mercado de valores, todos los accionistas puedan participar del mayor valor que ha generado la adquisición del control de la sociedad afectada. Nuestro régimen tradicional, como ha quedado apuntado, partía de la imposición del deber de formular una OPA a la persona, sola o en concierto con otras, que de una vez o de varias *pretendiera* adquirir una participación significativa, que en principio se fijaba en el 25% del capital social siempre que no quisiera superar el 50% de ese capital de la sociedad afectada (calificada vulgarmente como la sociedad “opada”). Podía hacerlo por un número de acciones que dependía de si poseía o no ya algunas de ellas para llegar a ese porcentaje del 25%, si bien en cualquier caso la oferta no podía ser menor al 10% del capital social; lo que era relevante, por ejemplo, si ya el oferente poseía algo más del 15% del capital social. También debía hacer esa oferta si poseía más del 25% del capital social y con la oferta podía nombrar a un tercio de los miembros del consejo de la sociedad. Si en lugar de esos porcentajes superiores al 25% sin alcanzar el 50% la intención del oferente era superar ese 50% del capital social, la OPA había de efectuarse, conforme al régimen que ahora se deroga, con relación a la totalidad del capital.

Dicho esto de forma simplificada, en cuanto el artículo 1.º del RD de 1991 era más complicado respecto de los porcentajes a adquirir, pero en definitiva en la concepción anterior la formulación de la OPA era obligada para quien quisiera alcanzar esas participaciones significativas, por lo que se puede decir que el sistema precedente no simplemente partía de un juicio de intenciones (en cuanto decía “toda persona física o jurídica que *pretenda* adquirir...”), sino que de modo especial concebía el régimen de la OPA como una oferta *a priori* de la

*obtención del control* de la sociedad afectada, y que para ello se permitían *ofertas parciales*, en el sentido de, como hemos indicado, pretender alcanzar sólo un porcentaje del capital social y no todo él. Además, el precio de la OPA era el que, dadas las condiciones del mercado, quisiera fijar el oferente, si bien es cierto que se presumía la necesidad, para que tuviera éxito la OPA, de que el precio había de ser superior al de las últimas cotizaciones.

Frente a la concepción de la OPA como simple medio necesario para adquirir una participación de control en una sociedad cotizada, la Directiva transpuesta, que sirve de base al nuevo régimen de las OPAs, parte, como principio general, de que la obligación de formularla no se debe a que el oferente quiera alcanzar el control de la sociedad, sino a que ya lo ha obtenido. Como dice el artículo 5.1 de la Directiva, la persona que *de resultas de una adquisición* por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad cotizada que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen en concierto con ella, *le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de ésta*, los Estados miembros velarán por que *dicha persona esté obligada a presentar una oferta* a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes *a todos los titulares de valores* y se realizará por la totalidad de sus valores *al precio equitativo* que se define en el apartado 4. El Sr. Solbes, al presentar el proyecto de Ley en el Congreso, dijo, entre otras, cosas que ese proyecto trataba “de lograr un marco que proteja los derechos de los accionistas minoritarios, persiguiendo que la denominada prima de control se reparta de forma equitativa entre todos los accionistas. El proyecto persigue que esta aportación al accionista minoritario se lleve a cabo sin obstaculizar innecesariamente los cambios de control a la gestión, con objeto de garantizar que las sociedades puedan estar controladas por aquellas personas con mayor capacidad para gestionarla, porque estas serán las que mayor valor darán a la sociedad, beneficiando así a todos los accionistas”.

### III. NOTAS BÁSICAS DEL NUEVO RÉGIMEN DE LAS OPAS

Conforme al esquema de la Ley 6/2007, redactada siguiendo el Derecho comunitario, podemos decir que son notas básicas de ésta las siguientes: a) nos hallamos ante una OPA *obligatoria* a cargo de quien ha adquirido un determinado porcentaje de votos que le dan el control de la sociedad. Por lo tanto, estamos ante una OPA *a posteriori de la adquisición del control*; b) en segundo lugar, el obligado a formular la OPA ha de hacerlo respecto a todos los valores que otorguen derecho de voto. Es una OPA *total*, sin que quepa una OPA obligatoria parcial; c) en tercer lugar, en vez de estar indefinido, el

precio ha de ser equitativo, dejando la delimitación de ese precio justo, a los Estados miembros dentro de ciertos parámetros que indica la Directiva.

Con esas tres notas advertimos, como decimos, que la Directiva se aleja de nuestro régimen hasta ahora vigente. Antes de seguir, hemos de decir que el dictamen del Consejo de Estado al informar sobre el Anteproyecto de la Ley sintetizó estas notas con acierto diciendo que la Directiva establece una “OPA obligatoria, total, *a posteriori* y a precio intervenido”<sup>(14)</sup>.

Dejando a un lado el carácter obligatorio de la OPA, que no es una nota distintiva respecto al régimen anterior, hemos de destacar los siguientes puntos sobre las notas apuntadas.

### 1. Presupuesto de la obligatoriedad

El *presupuesto* de la obligatoriedad es la primera nota distintiva, ya que, como ha quedado indicado, en este caso es obligatorio el lanzamiento de la OPA por *haber adquirido el control* de la sociedad afectada, y la Ley nos dice, en tal sentido, que “quedará obligado a formular una oferta pública por la totalidad de las acciones... quien alcance el control de una sociedad cotizada” y lo consiga por cualquiera de los procedimientos que indica (art. 60.1). Así, declara que “*a los efectos del presente Capítulo*” se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad (art. 60.2, párrafo primero). En primer lugar, podemos hacer notar que, en los párrafos transcritos, se advierte que la ley no considera el concepto de control simplemente relativo, sino que lo quiere circunscribir sólo al campo de las OPAs, sin que sea válido no ya para otras leyes, sino para otros capítulos de la propia LMV. Cierre o limitación del concepto que se aprecia igualmente en el Proyecto de Reglamento de la Ley cuando dice que “quedará sujeta a lo dispuesto *en este Real Decreto* toda persona física o jurídica que formule una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada” (art. 1.1). De la concepción de la unidad del ordenamiento jurídico, que es una idea básica a la que tiende en lo posible nuestra concepción del Derecho positivo, se advierte que quiere pasarse al concepto anglosajón de la independencia de cada ley o disposición

---

(14) N.º de expediente 1551/2006, que lleva fecha de 28 de septiembre de 2006.

legal. En segundo término, que la propia Ley, a los efectos de delimitar el control, lo deja en parte a las normas reglamentarias, y a tal efecto nos encontramos en el Proyecto de Reglamento que al definir el control, tras reiterar como dice la Ley que se obtiene con la adquisición como mínimo del 30% de los derechos de voto, añade que también alcanza ese control quien adquiriera una participación inferior y “designa en los 24 meses siguientes a la adquisición, en los términos del artículo 6 (relativo a la designación de consejeros), un número de consejeros que unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad” [art. 4.1.b)]<sup>(15)</sup>.

En este punto el Proyecto de reglamento, al ocuparse en el artículo 6 de la designación de los consejeros a los efectos de que se puedan imputar al oferente o no, hace una descripción de supuestos que presuponen de forma realista que su nombramiento en nuestra práctica societaria de hecho se aleja de lo establecido en la Ley de Sociedades Anónimas (arts. 123 y 138)<sup>(16)</sup>, y mantiene al margen a los llamados “consejeros independientes” siempre que hayan sido nombrados conforme a las normas de gobierno corporativo, que como bien se sabe no son normas, sino “recomendaciones”<sup>(17)</sup>.

---

(15) Como se pretende en este trabajo enunciar las líneas generales del nuevo régimen de las OPAs, no podemos descender a detalles, pero no deja de ser manifiesto que ese régimen discurre por el campo del Derecho de sociedades (recuérdese el nombre de las primeras Directivas sobre OPAs como 13.<sup>a</sup> “en materia de sociedades”), lo que se compagina mal con un régimen reglamentario cerrado en sí mismo, ajeno a ese Derecho, que es una parte del Derecho privado. El Proyecto de Reglamento, tras delimitar la participación de control (art. 4.<sup>o</sup>), dedica el artículo 5.<sup>o</sup> al cómputo de los derechos de voto, ciertamente discutibles. Que la Directiva parte, como principio, de valores con derecho de voto se pone de manifiesto no solamente en su considerando 11 cuando dice “La obligación de presentar una oferta *no se aplicará en caso de adquisición de valores sin derecho de voto* en juntas generales ordinarias. Sin embargo, los Estados miembros deben poder establecer que la obligación de formular una oferta a todos los titulares de valores no sólo se refiera a los valores con derecho de voto, sino también a los valores que sólo confieran derecho de voto en determinadas circunstancias o que no confieran derechos de voto”, sino también, entre otros, en el considerando 18 y en los artículos 2.1, 4, 10 y 11.

(16) Respeto el sistema de representación proporcional del art. 137 de la LSA.

(17) La exclusión de los consejeros independientes de la situación del control de la sociedad, tras hacer de menos a las normas imperativas de la LSA, es una contradicción no sólo desde un punto de vista formal (superioridad de las “recomendaciones” sobre las normas jurídicas imperativas), sino también una manifestación de falta de realismo: los “independientes” carecen de vínculo con el grupo de control de la sociedad, pero es éste quien de hecho los selecciona y nombra con ese calificativo.

## 2. OPA sobre la totalidad de los valores de la sociedad afectada con derecho de voto

En segundo término, el artículo 60.1 de la LMV establece —usando una expresión poco afortunada— que la OPA habrá de formularse “por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición”. El proyecto de ley presentado al Congreso se refería simplemente a “la totalidad de los valores”, pero no decía más<sup>(18)</sup>; si bien la Directiva en el apartado e) de su artículo 2.1 define como “valores” a “los valores mobiliarios que *confieran derechos de voto* en una sociedad”. De forma que, conforme a la Directiva, el objeto de las OPAs son las acciones o valores que tengan derecho de voto, dejando excluidos, en principio, otros valores, como por ejemplo las obligaciones convertibles, que no confieren tal derecho, sino que, como se sabe, sólo lo adquieren tras el momento en que el obligacionista se decide en período previsto en su emisión a convertir las obligaciones en acciones. E igual puede decirse de los titulares de las acciones sin voto, porque la extensión a todos los titulares de valores con derecho de voto se debe precisamente a que quien ha adquirido el control de una sociedad haga partícipe de la prima de control a todos aquellos que en aquél momento tienen derecho a voto (v. también los artículos 15 y 16 de la Directiva sobre compra o venta forzosa).

La LMV, en la nueva redacción de su artículo 60.1, se ha apartado de la Directiva seguramente por el peso de la tradición propia, que habiendo fundado el régimen de la OPA en la adquisición de unos valores que consintieran el alcanzar determinados porcentajes del *capital social* se mencionaba a las acciones “u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa de capital de una sociedad” (art. 60 del párrafo primero derogado)<sup>(19)</sup>. Conforme al régimen de la LMV, de acuerdo con su nueva redacción, los artículos 3, 4 y 5 del Proyecto de Reglamento establecen que quien adquiera el control de una sociedad deberá hacer una oferta por el 100% no sólo respecto a las acciones con derecho a voto que forman parte del capital social, sino sobre todos los valores que en el futuro consientan obtener derechos de voto<sup>(20)</sup>.

---

(18) Véase el BO del Congreso de 20-10-2006 el art. 60.1.

(19) Valores que se detallaban en el artículo 1.1 del RD 1197/1991.

(20) De forma que si una sociedad ha emitido obligaciones convertibles en acciones en el año 2015, adquirido más del 30% de los derechos de voto de la sociedad en el año 2008 deberá hacerse la oferta sobre todas las acciones y todas las obligaciones convertibles, lo que no es lógico.

### 3. Carácter equitativo del precio de la OPA

La LMV declara que la OPA deberá formularse a un precio justo y afirma: “Se entenderá que el precio es equitativo cuando sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente” (art. 60.1, párrafo penúltimo, que menciona a continuación, a modo de ejemplo, alguna circunstancia para la modificación del precio)<sup>(21)</sup>. Antes de aludir a la orientación de la norma reglamentaria proyectada se ha de recordar que la indeterminación del cálculo del precio equitativo era en el Proyecto de Ley excesivamente grande y se dejaba, como tantos otros aspectos, a las normas reglamentarias, punto que criticó el Consejo de Estado por no saber delimitar “la materia legal y la reglamentaria”, cuando la Directiva da unas pautas que el Proyecto de Ley debería haber seguido, porque el artículo 4.1 de la Directiva dice: “Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y *que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce*, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma”<sup>(22)</sup>. El artículo 9.1 del Proyecto de Reglamento transcribe, con ligeras variantes, la norma de la Directiva, y a continuación su párrafo 2.º enuncia diversos criterios sobre determinación del precio equitativo; el párrafo 3.º de

---

(21) La parte final de este apartado dice: “Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general, o determinados precios, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período; el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados.

En el supuesto de modificación del precio a que se refiere el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del equitativo. Dicha decisión deberá ser motivada”.

(22) El párrafo siguiente consiente a las autoridades de supervisión de cada Estado modificar el precio resultante en ciertos casos.

ese precepto reglamentario establece un precio mínimo que calculará la CNMV; y el párrafo 4.º permite que la CNMV pueda modular el precio, conforme a determinadas circunstancias que detalla.

Estas tres notas que presuponen la formulación de la OPA *a posteriori* de la adquisición del control, con carácter total sobre todas las acciones y a un precio equitativo, nos ponen de manifiesto el cambio, ya indicado, que representa el nuevo régimen de la OPA obligatoria con relación al hasta ahora en vigor, que hace perder la función de la OPA como técnica para la adquisición del control, para convertirla, al menos con carácter general, en una técnica para hacer partícipes a todos los accionistas del precio de haber obtenido el control, de forma que se reparta entre todos la prima de control.

Problema diverso es la deficiente regulación en general del régimen de las ofertas competidoras en el Proyecto de reglamento, que se limita en gran medida a transcribir en sus artículos 40 a 46, con alguna modificación, los artículos 31 a 36 del RD 1197/1991. Así, se dice que la mejora de la oferta precedente puede efectuarse “extendiendo la oferta a un número mayor de valores” [letra c) del artículo 42], lo que es sorprendente en una oferta obligatoria por la totalidad de los valores<sup>(23)</sup>.

#### IV. OTROS ASPECTOS RELEVANTES DEL NUEVO RÉGIMEN

La nueva redacción de la LMV, siguiendo a la Directiva comunitaria, ofrece otros trazos en el régimen de las OPAs que sólo podemos apuntar. Cabe decir que el artículo 60 de la LMV tiene una redacción totalmente diversa a la que ha estado en vigor, y que además el régimen legal de las OPAs se completa con la adición de cuatro nuevos artículos [60 bis, ter, quáter y 61, que había sido derogado el año 2005 (RD Ley 5/2005, de 11 de marzo)]. Estos preceptos se completan con otros que proceden de la propia Directiva, como son el relativo a la información adicional que han de prestar las sociedades cotizadas (art. 116 bis), la adición de algún apartado en las normas relativas a las sanciones administrativas (arts. 90 y 100) y las normas de la eventual incidencia del nuevo régimen respecto a las personas que posean paquetes de control en las sociedades cotizadas en el momento de entrada en vigor de la ley (disposición adicional), completadas por unas normas de régimen transitorio (disposiciones transitorias 2.ª y 3.ª).

Nuevos artículos que, a pesar de su amplitud, están constantemente remitiéndose a normas reglamentarias, lo que pone de manifiesto la imposible

---

(23) Este y otros errores del Proyecto de reglamento permiten pensar que la Secretaría de Estado de Economía ha presentado a “audiencia pública”, quizá para ganar tiempo, un proyecto que tiene poco que ver con el reglamento definitivo.

convivencia de la vigencia del nuevo régimen legal con el reglamentario hasta ahora en vigor. Sin duda por esta razón la disposición final 4.<sup>a</sup> de la Ley 6/2007 establece que “la presente Ley entrará en vigor a los cuatro meses de su publicación en el BOE”. A estos efectos se ha de indicar que el Consejo de Estado, tras recordar su dictamen de 1995 sobre la reforma de la propia LMV, afirma de nuevo que es necesario evitar la redacción de textos legales en exceso “reglamentistas” (consejo no atendido por los redactores no ya de esta Ley, sino tampoco por las que desde 1988 han venido reformando la LMV), A tal efecto, el Consejo de Estado recomendaba al Vicepresidente del Gobierno que debería “iniciarse el procedimiento de elaboración de esas normas reglamentarias simultáneamente a la tramitación parlamentaria de esta modificación legal”<sup>(24)</sup>. Consejo que sin duda se ha tenido en cuenta al someter a información pública el Proyecto de RD que apruebe el reglamento de las OPAs, cuyos defectos nos hemos permitido apuntar.

Sin entrar en vericuetos de la nueva redacción de la LMV en materia de OPAs y menos en los de su norma reglamentaria, manteniéndonos en el propósito de enunciar sus líneas esenciales, podemos destacar los siguientes.

### 1. Regla de la neutralización

Comenzaremos por uno de los aspectos más ampliamente debatidos a lo largo de los trabajos de elaboración de la Directiva, que ha sido el llamado por el Informe Winter principio o regla de “neutralización” (*breakthrough rule*), que hace referencia a que, presentada la OPA, queden sin efecto las medidas anti-OPA con el fin de que durante el plazo de aceptación de la OPA no pudiera oponerse ninguna restricción a la transmisión de los valores objeto de la oferta, ni pudieran operar las restricciones al ejercicio del derecho de voto en la junta general, ya derivasen de los estatutos o de convenios de cualquier tipo entre los accionistas o de los accionistas con la sociedad. Es decir, lo que pretendía el informe del grupo de expertos de alto nivel era que ante la formulación de la OPA perdieran eficacia todas las medidas anti-OPA de la sociedad afectada. Medidas que los expertos enunciaban en un anexo que recogía hasta treinta y cinco clases que se practican en los distintos Estados<sup>(25)</sup>. Se ha de indicar que la Comisión, a la hora de la redacción de la Propuesta de Directiva

---

(24) Al final del apartado III del dictamen del Consejo.

(25) Véase Anexo 4 al “Informe del Grupo de expertos de alto nivel”, *RDBB* 89, 2003, pp. 340-343, que enuncia las “barreras anti OPA más importantes”, tanto con anterioridad a la oferta como con posterioridad a ella.

en el año 2003<sup>(26)</sup>, tuvo en cuenta buena parte de tales recomendaciones, hasta el punto de que el artículo 11 se titulaba “*Imposibilidad de imponer restricciones a la transferencia de valores y el derecho de voto*”. Pero como indicaba la propia exposición de motivos “la propuesta no sigue todas las recomendaciones del ‘informe Winter’ en cuanto a la neutralización de las medidas de defensa tras una OPA exitosa”, pues dichas recomendaciones habían suscitado la oposición de casi todos los Estados miembros y de los medios interesados debido en particular —decía la Comisión— a los problemas jurídicos que pueden generar (umbral de aplicación, concepto de capital de cobertura de riesgos, compensación por pérdida de derechos etc.). Sin embargo la propuesta, siguiendo la lógica del ‘informe Winter’, preveía que las restricciones a la transferencia de títulos (por ejemplo, el límite a las participaciones o a las restricciones a la transmisibilidad de las acciones), así como las restricciones al derecho de voto (por ejemplo, limitaciones al ejercicio de los derechos de voto o al voto diferido) no debían poder oponerse al oferente o dejar de surtir efecto cuando la oferta se hubiera hecho pública<sup>(27)</sup>.

A pesar de la moderada propuesta de la Directiva sobre esta materia se mantuvo una fuerte oposición de diversos Estados miembros a suprimir esas barreras anti-OPA —pienso que diversos Estados “pusieron barreras a la supresión de las barreras”— de forma que finalmente llegó a triunfar “neutralizar la neutralización”, si bien mediante la solución de dejar una relativa libertad a los Estados miembros para adoptar el régimen que quisieran<sup>(28)</sup>. Pero la Directiva, quizá con el deseo de guardar las formas, denominó al artículo 11 como de “neutralización” (no el expresivo título que tenía en la Propuesta de Directiva), manteniendo, con alguna mezcla de otras cuestiones, una lista de las barreras que no deben oponerse cuando se presente una OPA. Sin embargo la eficacia de ese artículo se vio prácticamente suprimida, como se ha dicho, al añadir a continuación un nuevo artículo que dice que “los Estados miembros pueden reservarse” el no aplicar en su ordenamiento la neutralización, y en tal caso ha de ser la junta general de la sociedad afectada la que decida que tales medidas o una parte de ellas no se aplican. Lo que planteó a los distintos Estados miembros el problema de la política a seguir a la hora de la transposición de la

---

(26) Véase DO C 45E, de 25-2-2003, p. 1.

(27) Sobre los problemas y la discusión sobre estos puntos véase de modo especial SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, op. cit., pp. 9 y ss.

(28) Véase GARRIDO GARCÍA, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, op. cit., p. 81, quien informa de que esta solución fue el resultado de aceptar la “propuesta portuguesa”.

Directiva, que se encuentra mediatizada, por otro lado, por el régimen societario de cada uno de los Estados<sup>(29)</sup>.

A los efectos de estudiar el camino seguido por nuestro legislador en la reforma de la LMV, interesa recordar que el Código Unificado de Buen Gobierno, que se mueve en el ámbito de la voluntariedad y la autorregulación, ha recomendado que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado<sup>(30)</sup>. Pero la LMV en su nueva versión, presuponiendo la validez de las medidas anti-OPA, en su artículo 60 ter —siguiendo lo previsto en el artículo 12 de la Directiva— deja a la voluntad de la sociedad afectada la declaración de ineficacia de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstos en los pactos parasociales y también sobre la ineficacia de las restricciones al derecho de voto que puedan contener esos pactos o los estatutos de la sociedad. Declaración de ineficacia que se ha de manifestar por medio de acuerdos de la junta general adoptados conforme a lo previsto en el artículo 103 de la LSA<sup>(31)</sup>. Además, el artículo 60 ter.2 prevé la posibilidad de que la junta general revoque los acuerdos sobre la declaración de ineficacia. Por otro lado, los párrafos 3.º y 4.º establecen unas disposiciones complementarias que tienen un alcance diverso. La primera de ellas se refiere a que la sociedad debe prever una compensación adecuada por la pérdida de los titulares de los derechos que se declaran por la junta como ineficaces<sup>(32)</sup>. La segunda alude a la posibilidad de que las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor —es decir, si no hubieran adoptado los acuerdos de ineficacia de las medidas anti-OPA— cuando el oferente o su grupo no hubieran adoptado medidas de neutralización similares<sup>(33)</sup>. A este aspecto seguramente se quiso referir el Vicepresidente Solbes, al presentar el Proyecto, cuando afirmó que “además, se introduce la reciprocidad con otros países, de manera que el consejo podrá defender la sociedad como crea conveniente, sin contar con

---

(29) Sobre esta cuestión me remito de nuevo al estudio de SÁNCHEZ-CALERO GUI-LARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, op. cit., pp. 29 y ss. y bibliografía que cita.

(30) Recomendación 1.ª, que la sociedad puede cumplir o explicar por qué no cumple.

(31) El Proyecto de reglamento parece querer limitar a seis meses a partir del momento en que entre en vigor la posibilidad de acogerse a las medidas opcionales por parte de las sociedades cotizadas españolas (v. disposición transitoria única de ese Proyecto).

(32) Coincidente con lo establecido en el artículo 11.5 de la Directiva.

(33) Sobre la base del artículo 12.3 de la Directiva, que precisa como la LMV, que en este caso el acuerdo de la junta general ha de producirse con una antelación no superior a los dieciocho de hacer pública la OPA.

la autorización de la junta, si la sociedad que lanza la OPA es extranjera y puede utilizar medidas defensivas sin limitación alguna”.

El Proyecto de reglamento, con el afán intervencionista que le caracteriza, dedica su artículo 29 a lo que califica de “régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición”, partiendo de la necesidad, por parte de las sociedades cuya junta general opte por la aplicación de las medidas de neutralización previstas en el artículo 60 ter.2 de la LMV, de la comunicación a la CNMV, en el plazo de los quince días hábiles siguientes a la celebración de la junta, de un informe detallado de los administradores (cuyo contenido se indica en el art. 29.2 del Proyecto) en el que se describan, entre otros aspectos, las medidas, los motivos que llevan a proponerla por parte de los administradores, el detalle de cualquier negociación o intento de ésta por parte del oferente o de terceros, y el sentido del voto de cada administrador. Este informe debe ser redactado antes de la celebración de la junta general, con indicación de la decisión que se propone a la junta, y puesto a disposición de los accionistas, lo que se indicará en la convocatoria. El informe se ha de remitir en el plazo indicado a la CNMV, a la que se comunicarán los acuerdos, y aparte de la información que ha de ofrecer a la CNMV como hecho relevante, la propia sociedad ha de hacer la publicidad de él que se expresa en el artículo 29.3. Este precepto, en otros apartados, reitera el contenido de la LMV sobre las medidas opcionales contra la neutralización<sup>(34)</sup>.

La Comisión Europea ha hecho público un documento que informa de modo parcial sobre la transposición (*implementation*) de la Directiva en la que declara que la mayoría de los Estados miembros no han impuesto la regla de neutralización, sino que han seguido las llamadas “disposiciones opcionales”, esto es, han seguido una línea similar a las adoptadas al menos en apariencia por la LMV<sup>(35)</sup>.

---

<sup>(34)</sup> El Proyecto de reglamento, a los efectos de que las sociedades cotizadas que tengan medidas anti-OPA puedan optar por su mantenimiento, establece que “deberán celebrar la junta general a la que se refiere el artículo 29 (de dicho Proyecto) en el plazo máximo de seis meses desde la entrada en vigor del presente Real Decreto”.

<sup>(35)</sup> Commission Staff Working Document. *Report on the implementation of the Directive on Takeovers Bids*, SEC (2007) 268, Bruselas 21-02-2007; conforme resulta de ese documento, de los veinticinco Estados miembros diecisiete habían incorporado la Directiva a su ordenamiento. No obstante, en su anexo 1, referido a enero de 2007, exponía una lista de los veinticinco países. Conforme a esta lista veintidós Estados no aplicaban la regla de la neutralización y sólo tres sí (Estonia, Lituania y Luxemburgo). La prevista acogida de las “disposiciones opcionales” establecidas en el artículo 12 de la Directiva hacían prever una renuncia a la armonización del

## 2. Sometimiento de las OPAs a otros regímenes ajenos a la LMV

El Proyecto de reglamento, aun cuando parece partir de una regulación totalizadora del régimen de las OPAs al afirmar en su artículo 1.1 que toda formulación de una OPA “quedará sujeta a lo dispuesto en este Real Decreto”, en su artículo 26 pone de manifiesto que buena parte de su régimen está al margen de éste (y por consiguiente de la LMV) y, además, que esa parte del régimen tiene una eventual eficacia “neutralizadora” de la oferta pública de adquisición. Porque el artículo 26 del Proyecto de reglamento, al referirse a las “Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de defensa de la competencia”, recuerda la posibilidad de la aplicación del cúmulo de disposiciones por parte de los distintos organismos de supervisión o de control<sup>(36)</sup>, que constituyen de hecho quienes, a pesar de su teórica independencia, pueden adoptar, como enseña la experiencia, las medidas más eficaces de neutralización de una OPA en los distintos Estados miembros de la Unión Europea<sup>(37)</sup>.

La remisión que efectúa el artículo 26 del Proyecto de reglamento a las autorizaciones de tantas autoridades, nos da la impresión de que no responde al manifiesto cambio de régimen de las OPAs obligatorias que se ha operado en este punto por la LMV, bajo el pie forzado de la Directiva comunitaria. Porque en el caso de formulación de una OPA, a nuestro juicio, el problema se plantea en términos diversos cuando el ordenamiento jurídico obliga a quien posee el control de una sociedad a lanzar una OPA para repartir el precio de la prima de control entre todos los accionistas (principio del que parte la Directiva), que cuando se da el caso en que la OPA pretende un cambio de control de la sociedad, como normalmente sucedía en el régimen precedente, o en el nuevo cuando tenga el carácter de una OPA competidora, o sea voluntaria. Pues en esos

---

régimen de la Directiva en este punto, o si se quiere un “hundimiento del propósito armonizador”; en este sentido, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, op. cit., pp. 35 y ss. La disposición transitoria del Proyecto de reglamento a la que hacemos mención en la nota anterior da la impresión de que se quieren poner dificultades a las sociedades para que adopten las “medidas opcionales” frente al criterio dominante en otros Estados miembros.

<sup>(36)</sup> Mal llamados con frecuencia organismos *reguladores*, siguiendo la jerga americana, que no se ajusta al poder normativo que poseen, en cuanto en los ordenamientos europeos, al margen de su función puramente supervisora, generalmente sólo pueden dictar disposiciones reglamentarias de último nivel. Problema diverso es que, por medio de su función supervisora, dispongan de hecho de un amplio poder de paralización, obstrucción o condicionamiento de una OPA.

<sup>(37)</sup> Dentro de una amplia literatura, y con referencia al régimen precedente de las OPAs, v. GONZALEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., “Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa”, *RDBB* 89, 2003, pp. 251 y ss., con amplias referencias bibliográficas.

casos los problemas de la competencia y de la supervisión se pueden agudizar. Si bajo el nuevo régimen de la OPA obligatoria *a posteriori* se pretendiera deshacer el control alcanzado sobre una sociedad, hemos de convenir que el régimen del mercado de valores no ha previsto tal supuesto, sino simplemente impedir que pueda formularse la OPA en perjuicio de los pequeños accionistas, al margen de dejar eventualmente la situación creada a la decisión de las autoridades supervisoras.

### 3. Obligaciones de los administradores una vez formulada la OPA

Una cuestión básica en el régimen de las OPAs es la referente al comportamiento de los administradores una vez formulada la OPA. El artículo 60 bis, siguiendo con algunas modificaciones el artículo 9 de la Directiva, se refiere a las “obligaciones de los órganos de administración y dirección” de la sociedad afectada y a los de su grupo, que han de estar dominadas por la autorización previa de la junta general antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas que superen las precedentes. Se habla a este respecto del “deber de pasividad” de los administradores<sup>(38)</sup>. El artículo 60 bis, con una redacción prolija, se remite a las normas reglamentarias, lo que se refleja en el artículo 28 del Proyecto de reglamento, que en este punto, como en otros, se ve tentado de reproducir lo establecido por el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991, del que llega a copiar hasta su rótulo<sup>(39)</sup>, si bien en su contenido mezcla el texto reglamentario precedente y el del artículo 60 bis, de lo que resulta un precepto confuso. Así, por ejemplo, establece que los administradores pueden realizar las actuaciones y operaciones que el propio artículo 28.1 prohíbe si son autorizadas por acuerdo de la junta general, adoptado conforme a lo previsto en el artículo 103 de la LSA, y los administradores redactan un informe detallado justificando su actuación; pero esa junta general no puede decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización, si atendemos a lo que establece el artículo 28.4 de la Propuesta de

---

<sup>(38)</sup> Véase dentro de una amplia bibliografía FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. y SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., “Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición”, *RdS* 18, 2002, p. 231, y ya con respecto a su formulación dentro de la Directiva y con referencia a su vigencia en distintos ordenamientos véase GARRIDO GARCÍA, J.M., “La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil”, en *Estudios homenaje F. Sánchez Calero*, III, pp. 2718 y ss.; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., Alcance y significado de la *passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/251 CE”, *RdS* 25, 2005, en especial p. 313 y ss.

<sup>(39)</sup> En efecto, el artículo 28 del proyecto reglamentario rotula ese precepto “Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y su grupo”. Sólo se diferencia el rótulo en que el artículo 14 del Reglamento derogado se refiere al “órgano de administración”.

reglamento. De lo que parece resultar que si la junta general quiere aceptar un régimen opcional respecto a las defensas contra las OPAs, o modificar las medidas de neutralización que tuviera en vigor, tal como establece el artículo 29 del propio Proyecto del reglamento, la sociedad deberá realizar dos juntas generales distintas.

Quizá el Proyecto de reglamento no coordina del modo adecuado la circunstancia de que tanto las normas sobre la pasividad de los administradores contenidas en el artículo 9 de la Directiva como las contrarias a la neutralización de su artículo 11 están sometidas a las mismas “disposiciones opcionales” del artículo 12 de la propia Directiva, que se han acogido con reservas por la LMV, y que están basadas en la decisión de sociedad que se ha de manifestar mediante acuerdos de la junta general.

El documento de la Comisión Europea sobre la transposición de la Directiva que se había realizado por diversos Estados miembros en la fecha en la que se redacta afirma que sobre la pasividad de los administradores dieciocho de ellos han seguido la regla del artículo 9 (Austria, Chipre, República Checa, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia y Reino Unido), mientras que seis han acogido la opción del artículo 12 (Bélgica, Dinamarca, Alemania, Italia, Holanda y Polonia)<sup>(40)</sup>.

#### **4. Norma sobre la mayor transparencia de la estructura de las sociedades cotizadas**

El artículo 114 bis de la LMV ha transpuesto, como era obligado, el artículo 10 de la Directiva relativo a la “Información sobre las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1”, es decir, sobre las sociedades cotizadas. Se establece en la nueva norma el deber de ampliar la publicidad, o si se quiere de incrementar la transparencia, sobre la estructura del capital de toda sociedad cotizada, así como de los eventuales controles o limitaciones sobre este deber. Se trata de una obligación que se impone a toda sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado organizado. En los “considerandos” previos de la Directiva se dice que “a fin de dotar de mayor utilidad a las

---

(40) Véase el Anexo 1, referido a enero de 2007. Commission Staff Working Document. *Report on the implementation of the Directive on Takeovers Bids*, SEC (2007) 268, Bruselas, 21-02-2007. A la vista de la redacción del artículo 60 bis.2 de la LMV ha de estimarse que, si bien de forma confusa, nuestro país se ha acogido al artículo 12 de la Directiva.

disposiciones vigentes en materia de libre negociación de los valores de las sociedades contempladas en la presente Directiva y libre ejercicio del derecho de voto, es importante que las estructuras y mecanismos de defensa previstos por dichas sociedades sean transparentes y que dichas estructuras y mecanismos se presenten periódicamente en un informe dirigido a la junta general de accionistas”<sup>(41)</sup>. El artículo 116 bis de la LMV lleva el rótulo de “información adicional a incluir en el informe anual de gestión”. Se trata, por consiguiente, de una información que se ha de incluir en el “informe de gestión” que, como se sabe, es un documento que acompaña en general a las cuentas anuales de todas las sociedades anónimas, sean cotizadas o no (cfr. arts. 171.1 y 202 de la LSA)<sup>(42)</sup>. Por el contrario, es específico para las sociedades cotizadas el llamado “Informe anual del gobierno corporativo” (regulado por el artículo 116 de la LMV y disposiciones reglamentarias)<sup>(43)</sup>, con la diferencia de que este Informe del “gobierno corporativo” ha de presentarse con anterioridad a la junta general anual, mientras que el informe de gestión, que como se ha dicho va unido a las cuentas anuales, ha de presentarse necesariamente a la junta general y es objeto de la auditoría legal (v. art. 203 de la LSA). Puede afirmarse que la información requerida por el artículo 116 bis se encuentra ya en el “informe anual de gobierno corporativo” de toda sociedad cotizada, que ha de figurar en la página *web* de la sociedad.

## 5. Compraventas forzosas

El artículo 60 quáter de la LMV, bajo el rótulo de “compraventas forzosas”, ha refundido en un solo precepto las ideas básicas de los artículos 15 y 16 de la Directiva. El primero de ellos se refiere a la venta forzosa a la sociedad a precio justo por los accionistas de sus acciones cuando la oferta haya sido aceptada por más del 90% del capital, y su artículo 16 establece la obligación por parte de la sociedad de comprar las acciones que quieran vender los accio-

---

(41) Considerando 18.

(42) El artículo 202 de la LSA sobre el informe de gestión ha recibido una nueva redacción en el “Proyecto de Ley de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea”, que a fines del mes de abril se encuentra en el Senado, una vez dictaminado por el Congreso de los Diputados. En éste no se había hecho referencia alguna a la exigencia a insertar en el informe de gestión por parte de las sociedades cotizadas los datos que indica el artículo 116 bis de la LMV.

(43) Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, desarrollado por la Circular 1/2004 de la CNMV, de 18 de marzo de 2004.

nistas que no hayan aceptado la oferta<sup>(44)</sup>. Al propio tiempo, determinados aspectos del artículo 60 quáter la Directiva los ha remitido a las normas reglamentarias.

A tal efecto, el artículo 48 del Proyecto de reglamento ha regulado el procedimiento para las compraventas forzosas, de forma a nuestro juicio excesivamente prolija, creando innecesariamente algunos problemas que en el artículo 15 de la Directiva están resueltos. Quizá por ello el artículo 48.11 autoriza a la CNMV a que por medio de circular establezca “los demás extremos que juzgue necesarios para la aplicación del procedimiento descrito en este artículo”.

#### **6. Sobre los fines de una armonización europea del régimen de las OPAs y las carencias de la Directiva**

Las consideraciones precedentes indican unos trazos preliminares que nos muestran que la adquisición del control por parte de una persona aislada —normalmente una sociedad cabecera de un grupo de sociedades—, o en concierto con otros, lleva consigo si se alcanza ese resultado que el adquirente o los adquirentes van a tener que ofrecer la compra de todas las acciones, repartiendo el valor de su triunfo entre el resto de todos los socios que dejan de serlo. De forma que la afiliación de una sociedad va a resultar más costosa, pero además más justa, porque se protege a los accionistas minoritarios. Por otro lado, desde una perspectiva amplia de la economía de la Unión Europea resulta beneficiosa en cuanto las sociedades —estén en una nación o en otra— necesitan crecer. Se dijo por el Grupo de expertos que estudió esta materia que los mecanismos que faciliten las OPAs transfronterizas (y también las fusiones) son fundamentalmente beneficiosos: “Las OPAs son un medio para que los oferentes creen riqueza mediante la explotación de las sinergias entre sus actuales negocios y el de la sociedad objeto de la oferta. Numerosas sociedades de la Unión Europea —sigue diciendo el comité de expertos— necesitarán crecer hasta una escala óptima para hacer un uso efectivo de las posibilidades que ofrece un mercado único cada vez más integrado. Lo mismo puede decirse de las sociedades que compiten en los mercados mundiales”<sup>(45)</sup>.

Se ha dicho por uno de los miembros de ese grupo de expertos que la Directiva sobre las OPAs ha representado una oportunidad perdida para su regulación completa. En ella se ha logrado plasmar un conjunto de principios

---

<sup>(44)</sup> Sobre la eventual tendencia hacia la unipersonalidad véase ALONSO UREBA, A. y PALA LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs...”, op. cit., p. 2514.

<sup>(45)</sup> Informe del Grupo, p. 286.

fundamentales que han de impregnar el régimen de las OPAs, pero se ha dejado a los Estados miembros el incorporar muchas normas fundamentales<sup>(46)</sup>. En el plano del mercado único esta afirmación es cierta y se ha de esperar a la futura reforma de la Directiva para alcanzar una armonización superior. Sin embargo, se ha de reconocer que la Directiva desde la perspectiva de nuestro ordenamiento significa un progreso en lo relativo a las OPAs obligatorias, siempre, claro está, que las normas contenidas en el nuevo régimen se cumplan.

## V. ALUSIÓN A LAS OPAS ESPECIALES

En este apartado hacemos referencia a varios tipos de OPAs que aparecen en nuestro ordenamiento y que son ajenas al régimen de la Directiva comunitaria. Salvo la llamada OPA voluntaria existe la duda fundada, al menos a nuestro juicio, de que las otras tengan la naturaleza de verdaderas OPAs.

El artículo 61 de la LMV, con remisión a las normas reglamentarias, regula de forma parcial y equívoca las OPAs voluntarias. Lo hace de forma parcial y en cierto modo en contradicción con la Directiva y, en definitiva, con el nuevo régimen de las OPAs transpuesto a nuestro ordenamiento. Hemos de recordar que una de las notas del régimen general de las OPAs acogido por la LMV es el de su *obligatoriedad respecto a la totalidad de los valores* con derecho a voto de la sociedad afectada cuando se haya adquirido su control, lo que este caso se silencia.

### 1. Referencia al régimen de las OPAs voluntarias en la Directiva

A los efectos de una mejor comprensión del régimen de las OPAs voluntarias acogido en la LMV, que se pretende extender mediante normas reglamentarias, interesa hacer una alusión a la mención que realiza la Directiva a las OPAs voluntarias, la cual hace una referencia a ellas con carácter marginal y de contraste con el modelo general de OPA obligatoria que regula. En efecto, la Directiva alude a las OPAs voluntarias en sus artículos 2.1.a), 5.2 y 15.4, cuyo contenido conviene traer a la vista.

En primer lugar el artículo 2.1.a) de la Directiva, que forma parte de las definiciones de los conceptos contenidos en ella, nos dice que se entiende por “oferta pública de adquisición” u “oferta” a los efectos de la presente Directiva: la “oferta pública, ya sea *voluntaria* u obligatoria, dirigida a los titulares de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afecta-

---

<sup>(46)</sup> GARRIDO GARCÍA, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, op. cit., p. 85.

da) con vistas a adquirir la totalidad o parte de los valores, *siempre y cuando tenga por objeto o sea consecuencia de una toma de control de la sociedad afectada* conforme al Derecho nacional”. Luego la Directiva comprende dentro del concepto de OPA tanto a las obligatorias como a las voluntarias, y ya sean por la totalidad o por una parte de los títulos, pero en todo caso la finalidad de la OPA ha de ser *la toma de control de la sociedad* afectada.

En segundo término, el artículo 5.2 de la Directiva establece que “una oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por *la totalidad de sus valores*”. Se refiere por consiguiente este apartado al supuesto de una OPA *voluntaria total* y nos dice que, en tal supuesto, el oferente no está obligado a formular una OPA, aun cuando ese oferente haya adquirido el control de la sociedad afectada. De lo que puede deducirse que quien ya ha realizado una OPA *voluntaria parcial*, si adquiere el control de la sociedad, deberá presentar una segunda OPA *obligatoria* sobre todos los valores que confieran derecho de voto, esto es *total*. Mediante esta interpretación cabe coordinar el apartado del artículo 5.2 con el artículo 2.1.a), que admite OPAs voluntarias *parciales*, pero siempre con la finalidad de *la toma de control de la sociedad* afectada.

Por último, la tercera referencia que hace la Directiva a las OPAs *voluntarias* está contenida en el artículo 15.5, que regula ciertos aspectos del precio en la “venta forzosa”, tras afirmar que los Estados miembros velarán por que se garantice el precio *justo* en tal caso, y añade que “dicho precio deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo”, sin perjuicio de dejar a los Estados miembros que puedan determinar que “el efectivo se ofrezca al menos como alternativa”. Tras estos presupuestos válidos en general a la venta forzosa, en el caso general de una OPA obligatoria el párrafo siguiente del mismo apartado 2.º del artículo 15 declara que en caso de una oferta *voluntaria*, en los supuestos contemplados en “las letras a) y b) del apartado 2 (del propio artículo 15) la contraprestación de la oferta se presumirá justa si el oferente ha adquirido, tras la aceptación de la oferta, valores que representen al menos el 90% del capital que confiera derechos de voto objeto de la oferta”. Esto es, se aplica a las ofertas *voluntarias*, a los efectos de calificar el precio como justo para la venta forzosa, el mismo criterio que en las ofertas *obligatorias*.

## 2. Las ofertas voluntarias en la LMV

El artículo 61 de la LMV, que lleva el rótulo de “Ofertas públicas de adquisición voluntarias”, está formado por dos párrafos, que hemos de examinar.

A) Posibilidad de OPAs voluntarias parciales

El primero de los apartados del artículo 61 dice que las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o, indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo *voluntario*, deberán dirigirse a todos sus titulares, y “estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, *por un número de valores inferior al total*”.

La redacción de este párrafo dista de ser afortunada por varias razones que podemos analizar separadamente. En primer lugar, se aparta de la Directiva al omitir que en todo caso la OPA, ya sea obligatoria o voluntaria, sólo está dentro de su régimen “siempre y cuando tenga por objeto o sea consecuencia de la *toma de control de la sociedad afectada* conforme al Derecho nacional”. Esta referencia al Derecho nacional viene determinada porque la Directiva establece en su artículo 5 que “el porcentaje de derechos de voto que confiere el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad (afectada) tenga su domicilio social” (art. 5.3). El artículo 61 de la LMV omite, como decimos, la referencia de que toda OPA *voluntaria* ha de tener *por objeto la toma de control* de la sociedad afectada, ya que se ha de excluir el supuesto de que “sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada”, porque en ese caso la OPA necesariamente ha de ser obligatoria. Se ha de advertir que el párrafo transcrito declara que el objeto de estas ofertas voluntarias es la adquisición de “acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente *derechos de voto* en una sociedad cotizada”, lo que resulta más preciso que la poco acertada expresión empleada por el artículo 60.1 de que el objeto de la OPA obligatoria es la adquisición de las “acciones u *otros valores que directa o indirectamente puedan dar lugar a su suscripción o adquisición*”, que como quedó dicho pueden ser ajenos al control de la sociedad, que viene determinado —conforme a la Directiva— por los derechos de voto.

Por otro lado, en el párrafo transcrito del artículo 61, tras afirmar que las OPAs voluntarias “estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo”, que exigen que vayan dirigidas a la totalidad de los valores, o si se quiere que las OPAs han de ser *totales*, se contradice esta exigencia diciendo que puede “realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un *número de valores inferior al total*”. Esto es, las OPAs voluntarias pueden ser *parciales* en los términos previstos en las normas reglamentarias.

El Proyecto de reglamento dedica su artículo 13 a las “ofertas voluntarias” y establece para ellas un régimen especial, en el sentido de que prevalece todo lo previsto en ese artículo sobre lo establecido “para las ofertas obligato-

rias contempladas en este Real Decreto”. Lo que llama la atención porque parece olvidar que el Real Decreto reproduce por completo las normas de la LMV y la remisión a las normas reglamentarias efectuadas por el artículo 61 de esa ley parece que no permite una inversión de la jerarquía de normativa de fuentes tan amplia<sup>(47)</sup>.

Parte el artículo 13 del Proyecto de reglamento de la posibilidad de formular OPAs voluntarias cuando no resulten obligatorias y admite OPAs voluntarias sometidas a determinadas condiciones, lo que parece lógico<sup>(48)</sup>. Más llamativo resulta —en cuanto es contrario a lo que dice el artículo 2.1.a) de la Directiva— que el Proyecto de reglamento admita la posibilidad de formular OPAs voluntarias que no pretendan alcanzar una participación de control de la sociedad afectada, y que si alcanzan ese control el oferente u oferentes no tengan que formular una OPA obligatoria si la voluntaria fue formulada a precio equitativo o bien si ha sido aceptada “por titulares de valores que representen al menos el 50 por ciento de los derechos de voto a los que se hubiere dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta” (art. 13.7). Precepto, a nuestro entender, contrario a la Directiva y a la propia LMV, y que de aplicarse consentiría un régimen de OPAs *sui generis*<sup>(49)</sup>. En todo caso no puede olvidarse la preocupación del Derecho comunitario por medio de la Directiva 2004/25/CE de proteger a todos los titulares de acciones de una sociedad cotizada.

---

(47) El artículo 61, conforme ha quedado transcrito, dice que las OPAs voluntarias “estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, *por un número de valores inferior al total*”. Lo que parece dar a entender que la remisión a las normas reglamentarias y el régimen especial se limita a las OPAs voluntarias parciales.

(48) Somete las OPAs voluntarias a condiciones suspensivas o resolutorias de acuerdo con lo previsto en el Código Civil. Cuestión que había sido objeto de discusión en el régimen anterior, véase el cuidado estudio de GARCÍA DE ENTERRÍA, E., “¿Cabe formular una OPA bajo condición?”, en *Estudios homenaje F. Sánchez Calero*, III, pp. 2691 y ss.

(49) El Proyecto de reglamento es simplemente un proyecto y ofrece preceptos discutibles, debidos, en parte, a la tendencia de seguir el RD 1197/1991 que se deroga, sin ser sensible al cambio del nuevo régimen. Valga como ejemplo el pretender generalizar en el artículo 38 la “regla de distribución y prorrateo”, transcrita con ligeras variantes del artículo 29 del mencionado RD, cuando la regla general del nuevo régimen de las OPAs es que sean obligatorias y por la totalidad de los valores.

- B) Exclusión de la OPA obligatoria cuando se ha adquirido el control mediante una OPA dirigida a la totalidad de los valores

El párrafo segundo del artículo 61 reproduce lo establecido en el artículo 5.2 de la Directiva, que hemos mencionado anteriormente, al declarar que la oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente capítulo.

Cabe recordar que la OPA obligatoria y por la totalidad de los valores con derecho a voto de la sociedad afectada tiene sólidos fundamentos jurídicos y económicos<sup>(50)</sup>, poco valorados por el primer párrafo del artículo 61 de la LMV y aún menos por su proyectado reglamento.

## VI. ALUSIÓN A OTROS PRETENDIDOS SUPUESTOS DE OPAS

En el Proyecto de reglamento, siguiendo a su precedente derogado, se extiende el régimen de las OPAs a supuestos que, en principio, no están comprendidos en el capítulo V de la LMV relativo a “las ofertas públicas de adquisición”, entrando en una casuística en buena medida innecesaria y que no sólo nos pone de manifiesto que nos hallamos ante unas llamadas OPAs que no tienen tal naturaleza, sino que se sigue sin distinguir lo que corresponde al régimen del Derecho de sociedades cotizadas y lo que implica la técnica especial, dominada por su carácter de procedimiento, de la formulación de la OPA y su preciso control por parte de la CNMV<sup>(51)</sup>. Defecto que se refleja en el proyecto de norma reglamentaria, que parece no apreciar las diferencias del nuevo régimen de las OPAs con el antiguo, ya que da la impresión de que su preocupación fundamental es completar o actualizar el RD 1197/1991.

Supuesto ajeno a esas pretendidas OPAs es el régimen del control indirecto de la sociedad afectada. Respecto a este punto el Proyecto de reglamento declara justamente que se aplicará el régimen de las OPAs obligatorias cuando se

---

<sup>(50)</sup> Véase ALONSO UREBA, A. y REYES LAGUNA, R., “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (Hacia la generalización de un modelo de OPAs obligatorio y total)”, op. cit., *passim*, GARRIDO GARCÍA, J.M., “La oferta pública de adquisición de acciones en el Derecho europeo”, op. cit., pp. 77 y ss.

<sup>(51)</sup> Vale recordar que la Directiva 2004/25/CE de OPAs en sus orígenes se consideró la decimotercera directiva en materia de sociedades, y que fue objeto de estudio e informe por parte del “Grupo de expertos de alto nivel de Derecho de sociedades de la Comisión Europea”. Lamentablemente la reforma de la ley en materia de “ofertas de adquisición de acciones” fue confiada a las comisiones de Economía del Congreso y del Senado y no a la de Justicia.

alcance el control directa o indirectamente (habla de medidas de control “indirectas o sobrevenidas”), lo que es obvio, en cuanto que es un presupuesto para la obligatoriedad de la OPA. El artículo 7 del Proyecto se ocupa de las “tomas de control indirectas o sobrevenidas”, para centrarse en el artículo 8 en los “supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control”. Normas que están en el campo de las OPAs obligatorias y no en el de las especiales, que reproducen en parte textos del RD, de 1991 que se deroga. Se ocupaba de esa materia el artículo 3 de ese RD, que llevaba el rótulo de “adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación de control”<sup>(52)</sup>.

Por el contrario estamos en casos de OPAs especiales o impropias, cuya naturaleza jurídica de verdadera OPA hemos puesto en cuestión. Estos supuestos son los relativos a las “ofertas de exclusión” y de “reducción de capital mediante adquisición de acciones propias”.

En el caso de las llamadas “ofertas de exclusión”, que se encuentran reguladas en el artículo 10 del Proyecto de reglamento, su alejamiento del campo de las OPAs se encuentra en que en ellas no se debate la toma de control de la sociedad afecta —dato que la Directiva toma como un elemento definitorio de las OPAs—; de lo que se trata en cambio es de que el accionista tenga la posibilidad de vender su acción a un precio adecuado, dada la notable pérdida que sufre al perder el carácter de valor cotizable o negociable en un mercado organizado. Ciertamente en relación con este caso se ha dado una nueva redacción al artículo 34 de la LMV, pero el Proyecto de reglamento no deja de tener en cuenta en el mencionado artículo 10 lo que establecía el artículo 7 del RD derogado, si bien es novedoso el artículo 11 del Proyecto sobre las excepciones a la oferta pública de exclusión.

Un segundo caso de OPA especial, cuya naturaleza de tal ha de ponerse igualmente en duda, es el supuesto de “reducción de capital mediante adquisición de acciones propias”. Estamos lejos también en este caso del dato de la toma de control de una sociedad afectada. El artículo 9 del RD que se deroga era un precepto prácticamente inaplicado que intentó ofrecer un régimen supletorio de lo establecido en el artículo 170 de la LSA. La inutilidad de ese régimen se trata de reproducir en el artículo 12.1 del Proyecto de reglamento, aun cuando el párrafo 2.º del propio artículo establece una exclusión si entran directamente en juego los programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros previstos por el Derecho comunitario. A favor de la supresión de ese precepto en el texto reglamentario puede coadyuvar el régimen de las accio-

---

<sup>(52)</sup> Artículo, como se sabe, que quizá por seguir una técnica casuística, en lugar de mantenerse en los principios generales, fue modificado primero por el RD 1676/1999, de 29 de octubre, y posteriormente con una amplitud superior por el RD 432/2003, de 11 de abril, que se ha tenido especialmente en cuenta en el Proyecto de reglamento.

nes propias, que puede ser el resultado de la transposición de la Directiva 2006/43/CE, de 17 de mayo de 2006, sobre esta materia, en cuando modifica la segunda Directiva en materia de sociedades y por consiguiente la regulación de ésta en la LSA.

## VII. RÉGIMEN TRANSITORIO

La entrada en vigor de la Ley que modifica la LMV se fija, según dice su disposición final cuarta, “a los cuatro meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado”. Publicada en el BOE de 13 de abril de 2007 ha de entenderse que estará en vigor el 13 de agosto de 2007. La disposición final tercera habilita al Gobierno para dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en esa ley. Su reglamento entrará en vigor, por lo tanto, en fecha posterior a la de la ley<sup>(53)</sup>.

La Directiva relativa a las OPAs declara en su considerando 10.º que “La obligación de presentar una oferta a todos los titulares de valores no debe aplicarse a aquellos cuyas participaciones ya les confieran el control de sociedades en el momento de la entrada en vigor de la legislación nacional de transposición de la presente Directiva”.

La cuestión del efecto de la no aplicación del nuevo régimen a nuestras sociedades cotizadas tiene una singular importancia, ya que, conforme a los datos existentes, más del 80% de esas sociedades se encuentran controladas por una persona física o jurídica de forma individual, o bien por más de una persona que actúa en concierto con ella. Esto es, que —conforme establece el artículo 60.2 de la LMV— alcanzan directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, o bien con una participación inferior designan a la mayoría del consejo de administración<sup>(54)</sup>. Siendo esto así, la aplicación de las normas derivadas de la Directiva relativa a las OPAs hubiera significado al grupo de control de un número elevado de sociedades cotizadas españolas la obligación de formular una oferta por la totalidad de los valores con derecho a voto de la sociedad que dominen.

---

(53) El Proyecto de reglamento establece en su disposición final cuarta que entrará en vigor al día siguiente al de su publicación en el BOE. Su disposición derogatoria única deroga el RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de OPAs y demás normas de igual o inferior rango a ese Real Decreto. La disposición final tercera de ese proyecto “habilita al Ministro de Economía y Hacienda, y con su habilitación expresa a la CNMV, a dictar cuantas disposiciones sean necesarias para el desarrollo, ejecución y cumplimiento de lo previsto en este Real Decreto”.

(54) Véase referencias en SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Madrid, 2007, p. 722 y ss.

La disposición adicional única, con un alcance esencialmente transitorio, mantiene el principio enunciado de no aplicación del nuevo régimen en lo relativo a las personas que en el momento de la entrada en vigor de la Ley tuvieran el control de más del 30% de una sociedad cotizada, pero establece una norma que hace nacer esa obligación a formular una OPA si superan, en la forma que en ella se establece, el *status* de control existente a la entrada en vigor de la reforma de la LMV. Así, esa disposición adicional declara<sup>(55)</sup>: “Quien a la entrada en vigor de la presente Ley posea un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada igual o superior al 30 por 100 e inferior al 50 por 100 quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición en los términos del Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando, con posterioridad a la entrada en vigor de esta Ley, se dé alguna de las siguientes circunstancias: a) Que adquiera en un solo acto o en actos sucesivos acciones de dicha sociedad hasta incrementar su participación en, al menos, un 5 por 100 en un período de 12 meses. b) Que alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 50 por 100. c) Que adquiera una participación adicional y designe un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”<sup>(56)</sup>. De forma que el nuevo régimen no afecta a quienes, teniendo menos del 50% de los derechos de voto, posean el control de las sociedades cotizadas españolas que permanezcan sin verse afectadas por alguna de las circunstancias que se enuncian en esa disposición.

Por otro lado la ley contiene dos disposiciones transitorias que afectan a las OPAs. Una de ellas es la disposición transitoria segunda, que declara que “la presente ley se aplicará a las ofertas públicas de adquisición cuya solicitud de autorización haya sido presentada en la Comisión Nacional del Mercado de

---

<sup>(55)</sup> El Proyecto de reglamento reproduce esta disposición adicional, que en el Real Decreto que lo aprueba es la primera. Altera, no obstante, algunos aspectos de detalle, incluso modifica el apartado c) de esa disposición, que limita temporalmente diciendo: “y designe en los 24 meses siguientes a la adquisición un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado...”. Adición que sin duda se ha debido a la repetición que hace la Ley del párrafo contenido en el apartado c) de esta disposición adicional y en la disposición transitoria tercera, que debido a la falta de cuidado en legislar repite la misma norma, en esta última con referencia a los veinticuatro meses y en la primera no.

<sup>(56)</sup> Se completa esta disposición diciendo que “El Gobierno podrá establecer los extremos que juzgue necesarios para la aplicación de la presente disposición, así como las operaciones exceptuadas de este régimen. En cualquier caso la Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en el apartado a), cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta”.

Valores y no haya sido autorizada con anterioridad a la entrada en vigor de la ley”. Esta norma excluye la aplicación de la regla 4.<sup>a</sup> de las disposiciones transitorias del Código Civil<sup>(57)</sup>, en cuanto la jurisprudencia tiene declarado que tales normas tienen un valor supletorio en la aplicación transitoria de las leyes, lo que no acontece en este caso. Porque la disposición transitoria segunda de la ley, que hemos transcrito, adquiere especial significado, ya que se ha de entender que las solicitudes de OPAs formuladas con anterioridad a la vigencia de la nueva ley y no autorizadas antes de su entrada en vigor habrán de modificarse y ajustarse al nuevo régimen de las OPAs.

En segundo término, la disposición transitoria tercera, titulada “Régimen transitorio para determinados aumentos en la participación de la sociedad cotizada anteriores a la entrada en vigor de la presente Ley”, repite, como ha quedado indicado debido a un defecto en la redacción de la Ley 6/2007, la misma norma, con una ligera variante, contenida en el apartado c) de la llamada disposición adicional de esa ley.

---

<sup>(57)</sup> La regla 4.<sup>a</sup> de las disposiciones transitorias del Código Civil termina diciendo: “Si el ejercicio del derecho o de la acción se hallara pendiente de procedimientos oficiales empezados bajo la legislación anterior, y éstos fueran diferentes de los establecidos por el Código, podrán instar los interesados por unos o por otros”.

# **LA APLICACIÓN DE LA “MIFID” A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. UNA APROXIMACIÓN A PARTIR DEL ANTEPROYECTO DE LEY DE MODIFICACIÓN PARCIAL DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES**

FRANCISCO URÍA FERNÁNDEZ

*Abogado del Estado excedente*

*Vicesecretario General y Jefe de la Asesoría Jurídica de la Asociación Española de Banca*

---

## **SUMARIO**

- I. LA DIRECTIVA SOBRE MERCADOS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.
  - II. FINALIDAD Y OBJETO DE LA MIFID Y SUS NORMAS DE DESARROLLO.
  - III. LA CONFIGURACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA EUROPA “POST-MIFID”.
  - IV. LAS NORMAS DIRIGIDAS A LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN.
  - V. LA APLICACIÓN DE LA MIFID Y SUS NORMAS DE DESARROLLO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.
  - VI. CONCEPTOS BÁSICOS DE LA MIFID. SU APLICACIÓN A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.
  - VII. LAS NORMAS RELATIVAS A LA ORGANIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN. SU APLICACIÓN A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.
  - VIII. EL COMPLEJO CONCEPTO DE LOS “INCENTIVOS”. SU ALCANCE Y RÉGIMEN EN EL CASO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.
  - IX. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE AL PASAPORTE ÚNICO.
  - X. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE AL PRINCIPIO DE MEJOR EJECUCIÓN.
  - XI. CONCLUSIÓN.
-

I. LA DIRECTIVA SOBRE MERCADOS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (en lo sucesivo, MIFID) está llamada a provocar una transformación relevante en tres niveles:

- a) La arquitectura institucional de los mercados de valores.
- b) Las relaciones de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito con sus clientes.
- c) La organización y procedimientos internos de las entidades comprendidas en su ámbito de aplicación.

No se trata solamente de la MIFID. Esta Directiva, comprendida en el Plan de Acción de Servicios Financieros, es una de las iniciativas normativas europeas a las que se aplica el denominado “procedimiento LAMFALUSSY”<sup>(1)</sup> de elaboración normativa, en virtud del cual, para la regulación de una determinada materia se aprueban normas en distintos niveles que van concretando de manera progresiva las previsiones contenidas en la norma original.

Al día de la fecha ya se han aprobado y publicado las normas que constituyen el segundo nivel de desarrollo de la MIFID. Se trata del Reglamento CE 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva y, por otro lado, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

---

<sup>(1)</sup> Este procedimiento de elaboración normativa en cuatro niveles, constituidos por leyes marco, directivas o reglamentos que establecen los principios generales y los objetivos de la regulación (Nivel 1), normas de desarrollo en forma de Directiva o Reglamento (Nivel 2), interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios, que se aprobarán por el CESR (Nivel 3) y los instrumentos de que dispone la Comisión Europea para el control de la aplicación de esa normativa por parte de los Estados Miembros (Nivel 4), recibe su nombre en atención al Presidente del Comité de Sabios al que se encomendó la elaboración de las recomendaciones que dieron lugar a su establecimiento.

Los trabajos de elaboración de la normativa de tercer nivel, básicamente relacionada con la aplicación uniforme de la Directiva, se están desarrollando a buen ritmo por el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR)<sup>(2)</sup>, en materias tan relevantes como los incentivos, la regla de mejor ejecución, los deberes de información y registro, el pasaporte, el *outsourcing* (externalización) o los principios de buen gobierno corporativo, si bien en cuanto a estos dos últimos temas la tarea del CESR habrá de desarrollarse en cooperación con la de otros organismos europeos de coordinación de la supervisión, como es claramente el caso del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS).

En definitiva, y de acuerdo con el calendario previsto, a mediados del año 2008 habríamos de contar con un conjunto de normas completo, que incluiría los tres niveles que acaban de enumerarse y que debería asegurar, teóricamente, una aplicación homogénea de la MIFID en toda la Unión Europea.

Sin embargo, los calendarios de transposición e implantación efectiva de esas normas no son tan dilatados. La MIFID y la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, por la que se desarrolla aquélla en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de la MIFID, debieran transponerse a nuestro ordenamiento jurídico antes del 31 de enero de 2007<sup>(3)</sup>, para aplicarse efectivamente a partir del 1 de noviembre de este mismo año.

El objeto del presente trabajo es analizar los aspectos fundamentales de la MIFID y sus normas de desarrollo desde una perspectiva concreta: la de las entidades de crédito. Por ello no se ha pretendido realizar una descripción exhaustiva de esas normas, sino poner de manifiesto sus efectos sobre la organización y actividad bancaria, así como las dudas que se están planteando unos meses antes de la efectiva implantación de la MIFID.

En este punto debe realizarse una advertencia previa. Al tiempo de escribir estas líneas acaba de iniciarse el proceso de transposición de las Directivas al ordenamiento español, se encuentran en consulta pública los más relevantes documentos del CESR, y las empresas de inversión y las entidades de crédito, junto con sus respectivas asociaciones, han iniciado hace pocos meses los trabajos necesarios para la implementación de la Directiva. Ello convierte a este

---

(2) CESR es un Comité, constituido por Acuerdo de la Comisión Europea de 6 de junio de 2001, en el que participan los organismos supervisores de los mercados de valores de cada uno de los Estados de la Unión Europea.

(3) Como se indica en el texto del presente artículo, acaba de conocerse el texto del Anteproyecto de la Ley de Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por la que se efectuará la transposición de la MIFID, con lo que, obviamente, el cumplimiento del plazo de transposición no ha sido posible.

artículo en una aproximación provisional, sin duda necesitada de una reflexión posterior cuando el proceso en curso haya concluido.

No obstante, creo que el momento en que nos encontramos demanda un esfuerzo colectivo de la “comunidad financiera” para poner en común ideas, interpretaciones y dudas. Quisiera pensar que este trabajo puede contribuir, humildemente, a ese imprescindible debate.

Una segunda advertencia se refiere a los límites de este trabajo que, en realidad, vienen impuestos por la propia naturaleza de la MIFID. Se trata, en buena parte, de una Directiva “marco”, que establece conceptos, reglas y principios generales que tendrán su concreción en normas sucesivas (nivel 2 y nivel 3). Por esta razón, el análisis de la MIFID debe pasar, necesariamente, por esos conceptos, reglas y principios generales que guiarán la futura implementación de la Directiva.

## II. FINALIDAD Y OBJETO DE LA MIFID Y SUS NORMAS DE DESARROLLO

La MIFID no puede explicarse correctamente sin partir de su predecesora, la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

El objeto de esa Directiva era el establecimiento de las condiciones en que las empresas de inversión y los bancos autorizados podían prestar determinados servicios o establecer sucursales en otros Estados miembros sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen (principio del “pasaporte único”). De este modo, uno de sus contenidos básicos era el establecimiento de requisitos comunes de autorización inicial y funcionamiento de las empresas de inversión. También se establecían una serie de normas comunes de conducta.

Aunque no tan relevantes como las contenidas en la MIFID, esta Directiva ya contenía algunas normas de funcionamiento de los mercados de valores, en ese caso de los mercados regulados.

De acuerdo con el considerando segundo de la MIFID, “en los últimos años ha aumentado el número de inversores que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama mucho más compleja de servicios e instrumentos. Esta evolución aconseja ampliar el marco jurídico comunitario, que debe recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor”.

Con este punto de partida, la MIFID pretende superar la Directiva 93/22/CEE en ámbitos muy distintos:

- Incluyendo el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización.

- Revisando la lista de los considerados “instrumentos financieros” para incluir instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de modo comparable al de los instrumentos financieros tradicionales.
- Reconociendo la posible existencia de nuevos sistemas de negociación organizada de instrumentos financieros.
- Estableciendo un régimen regulador homogéneo para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros que garantice a los consumidores/inversores una alta calidad en la ejecución de sus operaciones, de manera coherente con el nivel de conocimiento y experiencia de esos inversores.
- Manteniendo y reforzando el principio de que las personas que presten los servicios o realicen las actividades de inversión cubiertas por la MIFID deben estar sujetas a la autorización de su Estado miembro de origen, pudiendo prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la Unión Europea sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar los servicios o realizar las actividades mencionadas (principio, ya mencionado, de “pasaporte único”)<sup>(4)</sup>.
- Prestando una mayor atención a la prevención y regulación de los conflictos de intereses entre las distintas actividades realizadas por las empresas de inversión y los intereses de los inversores.
- Reforzando notablemente los instrumentos de protección de los consumidores/inversores/clientes, atendiendo a una clasificación de éstos que diferencia entre una contraparte elegible, un cliente profesional y un cliente minorista. A cada uno de ellos se le reconocen derechos de información y protección de una intensidad creciente.

### III. LA CONFIGURACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA EUROPA “POST-MIFID”

La arquitectura de los mercados de valores europeos que emerge de las normas MIFID viene caracterizada por dos notas: la competencia entre mercados o plataformas o sistemas de negociación (o, dicho de otro modo, el fin de la regla de concentración que hasta el momento ha regido en la mayor parte de las

---

<sup>(4)</sup> Es importante matizar que ello no implica la ausencia de facultades por parte de las autoridades del Estado “de acogida”. Antes al contrario, la MIFID establece una serie de obligaciones para ellas en cuanto a las actividades realizadas por la sucursal dentro de su territorio.

jurisdicciones, entre ellas en España) y el establecimiento de un régimen regulador general y homogéneo que determine un nivel homologable de transparencia y protección de los inversores con independencia del mercado a través del cual canalicen sus operaciones.

De este modo, junto a los tradicionales “mercados regulados” u “oficiales”, surgirán nuevos mercados de valores o, mejor dicho, nuevas formas de negociación de valores que consistirán en Sistemas de Negociación Multilateral (o SMNs)<sup>(5)</sup> o en las posibilidades abiertas por el reconocimiento de la internalización sistemática<sup>(6)</sup>.

A través del Anteproyecto de Ley de Modificación parcial de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la transposición de la MIFID se introduce un nuevo título IX en esta Ley dedicado a “otros sistemas de negociación: sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática”.

La preocupación de la MIFID y sus normas de desarrollo en esta materia es doble, como acaba de anticiparse.

Por un lado, se establece un conjunto de normas que tratan de garantizar que estos nuevos sistemas, y en particular los SMNs, puedan competir en una posición de no discriminación con los mercados regulados.

En este sentido son particularmente relevantes las normas contenidas en el artículo 34 de la MIFID en materia de “acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación” y, no en menor medida, su artículo 35, cuando establece que “los Estados miembros no impedirán que las empresas de inversión y gestores del mercado que gestionen un SMN suscriban acuerdos adecuados con una contrapartida central, cámara de compensación o sistema de liquidación de otro Estado miembro a efectos de compensación o liquidación de algunas o todas las negociaciones que hayan concluido con participantes del mercado de sus respectivos sistemas”.

Esos mismos principios sirven de fundamento a los nuevos artículos 44 quáter y 44 quinquies de la Ley del Mercado de Valores, tal como se han

---

<sup>(5)</sup> Definidos en el artículo 4.1.15 de la MIFID como el sistema multilateral operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos.

<sup>(6)</sup> El internalizador sistemático se define en el artículo 4.1.7 de la MIFID como “la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN”.

redactado en el Anteproyecto de Ley de Modificación Parcial de ésta. Estos artículos se dedican, respectivamente, a las “posibilidades de elección de sistema de compensación y liquidación o de entidad de contrapartida central” y al “derecho a designar un sistema de liquidación”.

Por otro lado, se establecen normas muy exigentes tanto para los SMNs como para los internalizadores sistemáticos al objeto de asegurar niveles de transparencia equiparables a los de los mercados regulados, tanto antes como después de la realización de las correspondientes operaciones (requisitos de transparencia pre y post-negociación).

Así, los artículos 29 y 30 de la MIFID establecen los requisitos de transparencia pre y post negociación para los SMN, de modo que los potenciales inversores puedan comparar sus precios o volumen de negociación con los de los mercados regulados.

Del mismo modo, el artículo 27.1 de la MIFID dice que “los Estados miembros exigirán a los internalizadores sistemáticos que publiquen una cotización en firme con relación a aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado regulado para las que sean internalizadores sistemáticos y para las que exista un mercado líquido”.

En definitiva, se trata de que los nuevos mercados operen en condiciones similares de transparencia a las de los mercados regulados. Como veremos, ésta es la condición previa para la aplicación de una de las reglas más novedosas de la MIFID: la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente, más conocida como “mejor ejecución”. “Los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, dice el artículo 21 de la MIFID, las empresas de inversión adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden”.

Y es que, como indica el apartado tercero del mismo artículo 21 de la MIFID, la “política de ejecución de órdenes” que es el concepto capital a estos efectos, “incluirá, con respecto a cada clase de instrumentos, información sobre los distintos centros en que la empresa de inversión ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del centro de ejecución”.

Lo anterior no implica que la MIFID no vaya a producir efectos relevantes sobre el propio régimen jurídico aplicable a los mercados regulados. Todo lo contrario, la MIFID incluye en su título III un buen número de normas dedicadas a la regulación de esos mercados.

Este régimen parte de la consideración, concretada en el apartado 2 del artículo 36 de la MIFID, de que el gestor del mercado regulado debe realizar las funciones relacionadas con la organización y el funcionamiento del mercado

regulado bajo la supervisión de la autoridad competente. Es decir, en la terminología del derecho administrativo español, los órganos u organismos gestores de los mercados regulados actúan como auténticas administraciones corporativas, colaboradoras de las autoridades administrativas.

Para el cumplimiento de esos relevantes fines, los mercados regulados deben cumplir requisitos de distinta naturaleza y alcance, que se concretan en los artículos 37 al 39 de la MIFID y que van desde los requisitos para la gestión del mercado regulado hasta los requisitos de organización, pasando por los requisitos relativos a las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado.

En toda esa regulación el principio básico es, como se ha anticipado, el del acceso no discriminatorio al propio mercado regulado (artículo 42.1 MIFID).

No parece necesario extenderse más allá en este análisis preliminar. Parece claro que las normas contenidas en la MIFID apuntan a una relevante transformación de la estructura de los mercados de valores, tanto en cuanto a la organización y funcionamiento de los mercados regulados como de sus potenciales competidores.

El mercado español acaba de ser testigo de la importancia potencial de estos cambios a través de la reciente oferta pública de venta de las acciones de “Bolsas y Mercados Españoles, SA” y, en particular, en los cambios operados por el folleto de emisión hasta que quedó definitivamente registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el pasado 29 de junio de 2006.

La Oferta Pública de Venta vino precedida por la aprobación de una modificación de la Ley del Mercado de Valores (introducida en el artículo segundo de la Ley 12/2006, de 16 de mayo, por la que se modifica el Texto Refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) que hizo legalmente posible la operación.

Esta Ley permitió al Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oponerse a la adquisición o a la transmisión de una participación significativa en el capital de “Bolsas y Mercados Españoles, SA” y las sociedades comprendidas en el holding, en aquellos supuestos en que lo estimare necesario para asegurar el buen funcionamiento de los mercados o de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores o para evitar distorsiones en éstos, así como en respuesta a la inexistencia de un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente.

De este modo, se introdujo un sistema de autorización administrativa para las referidas operaciones, lo que evidencia la importancia que para el correcto funcionamiento de los mercados de valores españoles les atribuye el legislador.

Otro de los cambios introducidos consiste en la supresión en los preceptos correspondientes de la referencia a la estructura de capital y los requisitos de sus partícipes. Obviamente, la remoción de este obstáculo legal se hacía imprescindible para abrir la puerta a un eventual proceso de venta de las acciones de las sociedades de continuada referencia.

Pero son algunos de los párrafos del folleto, dedicados a la descripción de algunos de los cambios por venir, los que pueden tener un mayor interés para el presente trabajo. A este respecto, el folleto decía: “los mercados de valores y sistemas de registro, compensación y liquidación ahora integrados en BME han sido los únicos mercados y sistemas existentes en España para desarrollar el tráfico organizado sobre valores negociables e instrumentos financieros, lo que ha producido una situación equivalente a la de monopolio. En la actualidad, BME está viviendo un proceso de apertura a una creciente competencia, que se verá reforzada con la regulación comunitaria que entrará en vigor en 2007 (MIFID)”.

Esta referencia genérica se ve posteriormente completada<sup>(7)</sup> con la doble mención a la Directiva MIFID y a lo que se denomina “posibles iniciativas legislativas en el ámbito de la compensación y liquidación”, sobre las que, partiendo del Libro Blanco sobre la Política de los Servicios Financieros 2005-2010 de la CE”, y citando un conjunto de antecedentes de escaso valor jurídico<sup>(8)</sup>, termina concluyéndose que “aun cuando no es posible afirmarlo con seguridad, BME estima posible que las inquietudes de la Comisión Europea se ciñan a los siguientes puntos y que, de no aceptarse, podrían venir impuestos en una directiva u otra medida normativa de la Unión Europea:

- Transparencia y publicidad de los precios establecidos por las infraestructuras de mercado...
- Interoperabilidad de los sistemas y acceso a otros sistemas y usuarios... (en este punto se realiza una mención expresa a la posibilidad de que los intermediarios puedan optar, bajo determinadas condiciones, y de acuerdo con la MIFID, por elegir un sistema de compensación y liquidación distinto a IBERCLEAR).
- Separación de la llevanza de contabilidad de las distintas actividades realizadas por los operadores de cada infraestructura de mercado, compensación, liquidación y registro...

---

(7) Páginas 202 y siguientes del folleto.

(8) Se alude, por ejemplo, a manifestaciones públicas del Comisario de Mercado Interior de la Comisión Europea.

- Sometimiento del proceso de apertura a la competencia a la revisión por auditores externos y por las autoridades competentes...”.

A lo que el folleto ya preveía, habría que añadir los nuevos acontecimientos que posteriormente se han producido, como el nacimiento de una iniciativa, auspiciada por el Banco Central Europeo, que aspira a la constitución de una plataforma de liquidación única en el ámbito europeo. La iniciativa, que se ha dado a conocer con el nombre de “Target 2 securities” es, sin duda, un proyecto a largo plazo, cuyas posibilidades de éxito están aún por ver, pero que constituye igualmente un factor a tener en cuenta.

Aunque no pueda predecirse el resultado final de todas estas iniciativas, sí parece claro que, de la mano de la MIFID, y aun sin pensar en los procesos de concentración que están teniendo lugar en el mundo, pueden aparecer nuevos mercados y formas de negociación, y nuevas infraestructuras de compensación y liquidación, capaces de transformar de manera notable el régimen jurídico y la situación fáctica a la que se ha hecho referencia en el presente apartado.

Es imposible predecir lo que ocurrirá en el futuro. De un lado, es posible pensar que los mercados regulados continuarán avanzando en su presente estrategia de concentración, como medio para lograr sinergias que les permitan afrontar el nuevo entorno competitivo en las mejores condiciones de costes. De hecho, ya se están produciendo esos movimientos de concentración en los mercados regulados y, en algunos de ellos, se ha producido una reducción significativa de sus tasas o tarifas al objeto de posicionarse de un modo más competitivo ante el nuevo escenario de la negociación de valores o instrumentos financieros.

Por otro lado, empiezan a producirse los primeros movimientos en los mercados que apuntan a la creación de grandes plataformas de negociación (SMNs) como alternativa real a esos mercados regulados.

En cambio, resulta una auténtica incógnita la figura de los internalizadores sistemáticos. Parece claro que su ser o no ser dependerá del grado en que sean capaces de proporcionar liquidez suficiente a uno o varios valores lo que, a corto plazo, no parece sencillo.

En el caso español, y en lo que concretamente concierne a las entidades de crédito éstas son, por un lado, los principales accionistas de “Bolsas y Mercados Españoles, SA” por lo que, de algún modo, la sociedad hace innecesaria la creación de una plataforma alternativa de negociación.

Sin embargo, las propias entidades son, a la vez, usuarios relevantes de esas infraestructuras y, desde esa perspectiva, pudieran llegar una posición distinta a la que se deriva de su condición de propietarios.

Todo ello exigirá, a medio y largo plazo, que las entidades de crédito españolas realicen una reflexión estratégica acerca de cuál va a ser su apuesta

para el desarrollo de las futuras infraestructuras de modo que puedan posicionarse frente a éstas de la manera más adecuada.

Algunos de estos cambios empiezan ya a concretarse en el Anteproyecto de Ley que efectuará, una vez convertido en Ley, la transposición de la MIFID al derecho español. El Anteproyecto que, en líneas generales, realiza una transposición muy fiel a la Directiva, apuesta sin ambages por un reforzamiento del principio de transparencia tanto en los mercados regulados (nueva redacción del artículo 43 de la Ley del Mercado de Valores), como en los sistemas multilaterales de negociación (nuevos artículos 123 y 124 de la Ley del Mercado de Valores) y en el caso de los internalizadores sistemáticos (nuevo artículo 129).

#### IV. LAS NORMAS DIRIGIDAS A LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

Al margen de las normas sobre mercados, la parte fundamental de la MIFID y sus normas de desarrollo viene constituida por los preceptos dedicados al régimen jurídico y normas de conductas de las empresas de inversión<sup>(9)</sup>.

La Directiva parte, como se ha dicho, de un principio esencial: el de que las empresas de inversión pueden prestar sus servicios en todo el ámbito territorial de la Unión Europea. Se dice ya en el considerando 23.º de la MIFID cuando indica expresamente que “una empresa de inversión autorizada en su Estado miembro de origen debe poder prestar servicios o realizar actividades de inversión en toda la Comunidad, sin necesidad de solicitar una autorización adicional de la autoridad competente del Estado miembro en el que desee prestar los servicios o realizar las actividades mencionadas”.

Es decir, se aplica, como en otras materias, el principio de “pasaporte europeo”, de modo que, una vez autorizada por la autoridad competente de su Estado de origen, la empresa de inversión puede prestar sus servicios o desarrollar sus actividades en cualquier otro Estado, sin necesidad de una nueva autorización del Estado “de destino”, y sin que se encuentre obligada a constituir en él un establecimiento permanente sujeto a su regulación.

El segundo principio relevante a estos efectos, es el de “convergencia supervisora”, que tiende a equilibrar el anterior, paliando el riesgo de que el sistema de pasaporte pudiera permitir la existencia de empresas o entidades que desarrollasen actividades o prestasen servicios de inversión sujetos a la MIFID estando sometidos a distintos estándares en su regulación o en la supervisión a la que estuvieran sometidos en las distintas jurisdicciones. De este modo, el

---

<sup>(9)</sup> La MIFID utiliza la denominación “empresas de inversión” y no la de “empresas de servicios de inversión”.

considerando 60.<sup>o</sup> de la Directiva afirma que “es necesario potenciar la convergencia de los poderes de que disponen las autoridades competentes a fin de tender a una aplicación de intensidad equivalente en todo el mercado financiero integrado”.

Y es que el grave riesgo del sistema diseñado por la MIFID y sus normas de desarrollo se encuentra en la posible existencia de ventajas o desventajas competitivas derivadas del mayor o menor grado de exigencia en el cumplimiento de las normas por parte de su supervisor de origen. Frente a este riesgo, la normativa MIFID trata de garantizar un nivel de protección a los inversores homogéneo en toda la Unión Europea, a través del “establecimiento de normas comunes aplicables a las empresas de inversión, independientemente del país de la Comunidad en que estén autorizadas” (considerando 71.<sup>o</sup>).

La garantía fundamental para el cumplimiento de ese principio se encuentra en el régimen de autorización al que la Directiva dedica una pormenorizada atención en sus artículos 5 al 8 (aunque los artículos 9 al 15 guardan una relación directa con aquéllos y, en buena parte, determinan algunos de los requisitos necesarios para la obtención de la autorización).

El punto de partida es claro. Las empresas de inversión necesitan una autorización para prestar servicios o realizar actividades de inversión y esa autorización debe concederla, exclusivamente, la autoridad competente del Estado miembro de origen. La autorización no es, en absoluto, abstracta. Antes al contrario (artículo 6.1) deberá especificar los servicios o actividades de inversión, incluidos servicios auxiliares, que la empresa está autorizada a prestar.

Esa autorización (artículo 6.3) “será válida para toda la Comunidad y permitirá a una empresa de inversión prestar los servicios o realizar las actividades para las que haya sido autorizada en toda la Comunidad, ya sea mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios”.

La Directiva incluye también normas sobre procedimientos para conceder y denegar solicitudes de autorización (artículo 7) e incluye una relación de supuestos tasados de revocación de la autorización (artículo 8).

Al objeto de restringir la discrecionalidad en esta materia, la Directiva concreta una serie de aspectos clave que han de tenerse en cuenta a la hora de conceder la autorización como es la determinación de las personas que efectivamente dirigen las actividades (artículo 9), los accionistas y socios con participaciones cualificadas (artículo 10), la exigencia de que las empresas de inversión estén adheridas a un sistema de indemnización a los inversores autorizado (artículo 11), el obligatorio cumplimiento de las normas sobre requerimientos de capital (artículo 12) y unos muy exigentes requisitos de organización, que constituyen uno de los aspectos en que el régimen de las empresas de inversión se ha reforzado de manera más notable, incluyendo muy concretas referencias al *outsourcing* (artículo 13).

La clave en el buen funcionamiento del sistema se encuentra en la cooperación entre los supervisores en el ámbito europeo. El pasaporte no implica que las autoridades “de acogida” carezcan de toda posibilidad de respuesta frente a incumplimientos de la normativa por parte de las empresas de inversión. Sin embargo, la situación varía en función de que la empresa realice su actividad en régimen de libre prestación de servicios o a través de una sucursal en el Estado de acogida.

Cuando la empresa de inversión desarrolle sus actividades en el Estado de acogida en régimen de libre prestación de servicios, el régimen de supervisión es el previsto en el artículo 31 de la MIFID. El sistema es sencillo. Como se ha dicho, no se exigirá otra autorización que la del Estado de origen. Será a sus autoridades competentes a quienes habrá de comunicarse la intención de la empresa de inversión de prestar servicios o realizar actividades por primera vez en el territorio de otro Estado miembro y será esa autoridad la que remitirá a la del Estado de acogida la información requerida por la Directiva. En caso de cambio de las circunstancias la empresa de inversión debe notificarlo, igualmente, a las autoridades competentes de su Estado de origen.

En cambio, en el caso del establecimiento de una sucursal, las reglas son las contenidas en el artículo 32 de la MIFID, caracterizándose el sistema, como es lógico, por una mayor intervención de las autoridades competentes del Estado de acogida.

Al igual que en el caso de la libre prestación de servicios, las autoridades del Estado de acogida no pueden exigir requisitos adicionales a la autorización concedida por las autoridades competentes del Estado de origen. Sin embargo, el cambio viene determinado por el apartado 7.º del artículo 32 ya que, en el caso de prestación de servicios o realización de actividades a través de una sucursal, “la autoridad competente del Estado miembro en que esté establecida la sucursal asumirá la responsabilidad de asegurarse de que los servicios prestados por la sucursal en su territorio cumplan las obligaciones establecidas en los artículos 19, 21, 22, 25, 27 y 28, así como en las medidas adoptadas de conformidad con los mismos”.

De nuevo, la clave del buen funcionamiento del sistema se encuentra en la adecuada cooperación entre el supervisor de origen y del Estado de acogida. En este sentido, el apartado 8.º del propio artículo 32 establece la regla de que “los Estados miembros dispondrán que, cuando una empresa de inversión autorizada en otro Estado miembro haya establecido una sucursal en su territorio, la autoridad competente del Estado miembro de origen de esa empresa de inversión pueda, en el ejercicio de sus responsabilidades y tras informar a la autoridad competente del Estado miembro de acogida, realizar inspecciones *in situ* de esa sucursal”.

La cooperación entre supervisores es exigible no sólo entre las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea sino también con las de terceros países, como necesariamente se deduce de lo dispuesto en el artículo 15 de la MIFID puesto que uno de los modos en que puede manifestarse la desigualdad de trato es, precisamente, la existencia de una asimetría en los criterios de supervisión.

En este sentido, conviene recordar que el apartado segundo del artículo 15 dice que “cuando ... la Comisión advierta que un tercer país no concede a las empresas de inversión de la Comunidad un acceso efectivo al mercado comparable al que concede la Comunidad a las empresas de inversión de ese tercer país, podrá presentar propuestas al Consejo sobre un mandato apropiado de negociación con vistas a obtener un trato competitivo comparable para las empresas de inversión de la Comunidad”. Lo mismo ocurre cuando el problema no sea el de acceso al mercado sino la existencia de una disparidad de trato (apartado tercero del mismo artículo 15).

En el Anteproyecto de Ley de Modificación parcial de la Ley del Mercado de Valores que inicia ahora su tramitación, los dos artículos relevantes en esta materia son (continuamos citando los preceptos atendiendo a su numeración en la Ley del Mercado de Valores por considerar que esta sistemática puede facilitar la lectura y comprensión de este trabajo) el 41 (actuación transfronteriza de las empresas de servicios de inversión y de los agentes nacionales) y el 71 bis (empresas de servicios de inversión y agentes autorizados en otro Estado miembro de la Unión Europea).

En ambos casos el principio rector es claro:

- “Las empresas de servicios de inversión españolas podrán prestar en el territorio de otros Estados Miembros los servicios de inversión, así como los servicios auxiliares para los que estén autorizadas...”
- “Las empresas de servicios de inversión, autorizadas en otro Estado Miembro de la Unión Europea podrán realizar en España ... las actividades que se señalan en el artículo 63 (servicios de inversión y servicios auxiliares)...”

En ambos casos podrán optar entre hacerlo a través de la apertura de una sucursal o bien en régimen de libre prestación de servicios, lo que implicará la prestación de servicios transfronterizos sin necesidad de disponer de una sucursal en el país de destino de los servicios ofrecidos y prestados.

## V. LA APLICACIÓN DE LA MIFID Y SUS NORMAS DE DESARROLLO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El artículo 1.1 de la MIFID dice, categóricamente, que la Directiva “se aplicará a las empresas de inversión y a los mercados regulados”.

En definitiva, se encuentran completa e íntegramente comprendidos en el ámbito de aplicación de la norma tanto las empresas de inversión como los mercados regulados.

Sin embargo, el apartado segundo del mismo artículo 1 matiza de manera relevante el modo en que la MIFID se aplicará a las entidades de crédito al señalar: “Las siguientes disposiciones también se aplicarán a las entidades de crédito con arreglo a la Directiva 2000/12/CE, cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión:

- el apartado 2 del artículo 2, los artículos 11, 13 y 14;
- el capítulo II del título II, excepto el párrafo segundo del apartado 2 del artículo 23;
- el capítulo III del título II, excepto los apartados 2 a 4 del artículo 31 y los apartados 2 a 6, 8 y 9 del artículo 32;
- los artículos 48 a 53, 57, 61 y 62, y
- el apartado 1 del artículo 71.”

De este precepto se desprende, inequívocamente, que los bancos no se encuentran incluidos, *per se*, en el ámbito de aplicación de la MIFID sino sólo en la medida (o en los casos) en que “presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión”. En caso contrario, no se les aplicaría la MIFID.

Por otra parte, y aun en el supuesto de que presten esos servicios o realicen tales actividades, la aplicación de la MIFID no es total sino restringida en los concretos preceptos que acaban de enumerarse.

Puede por ello interpretarse, sin la menor duda, que la MIFID resultará exclusivamente aplicable a las entidades de crédito en la medida que presten servicios o realicen actividades de inversión y con el alcance derivado de esos preceptos, debiendo realizarse una aplicación restrictiva de la norma. Es decir, la MIFID sólo sería aplicable en los supuestos y en relación con los preceptos en que expresamente se determina por la Directiva y no en el resto de los casos. No sería admisible, en consecuencia, ninguna interpretación que condujese a la aplicación “extensiva” de la MIFID a las entidades de crédito.

La clave para delimitar adecuadamente el ámbito de aplicación de la MIFID y, más concretamente, su grado de aplicabilidad a las entidades de crédito,

radica en la adecuada y precisa identificación de lo que debe entenderse por “servicios o actividades de inversión”.

La propia MIFID nos proporciona una respuesta inequívoca en su artículo 4.2 al definir los servicios y actividades de inversión como “cualquiera de los servicios y actividades enumerados en la sección A) del anexo I en relación con cualquiera de los instrumentos enumerados en la sección C) del anexo I”.

De este modo, la aplicabilidad de los preceptos de referencia de la MIFID a las entidades de crédito pasa por la doble condición de que éstas presten servicios y actividades de inversión, tal y como éstos se enumeran en la sección A) del anexo I de la propia Directiva y que los mismos se refieran a los instrumentos igualmente enumerados por la Directiva, en este caso en la sección C) del mismo anexo I.

Cuando no concurren ambas condiciones, como podría ocurrir en el caso de que la prestación de servicios o la realización de actividades de inversión se refieran a instrumentos financieros no incluidos entre los enumerados en la Directiva (por tener, por ejemplo, el carácter de productos exclusivamente bancarios), la Directiva no resultaría de aplicación a las actuaciones de la entidad de crédito.

La distinta forma de aplicación de la MIFID a las empresas de inversión y las entidades de crédito se evidencia también en el considerando 18.<sup>º</sup> de la Directiva, cuando indica que “las entidades de crédito autorizadas en virtud de la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio no requieren otra autorización para prestar servicios o realizar actividades de inversión. Cuando una entidad de crédito decida prestar servicios o realizar actividades de inversión, las autoridades competentes, antes de concederle una autorización, deben verificar si cumple las disposiciones pertinentes de la presente Directiva”.

Como no podía ser de otro modo, el Anteproyecto de Ley de Modificación Parcial de la Ley del Mercado de Valores es tributario de esa relevante precisión en la definición de su ámbito de aplicación.

Los preceptos que en el Anteproyecto resultan más relevantes en este sentido son: el artículo primero, que define el objeto de la ley, considerando como tal “la regulación de los sistemas de negociación españoles y la prestación en España de servicios de inversión, así como su régimen de supervisión”, el artículo segundo, que enumera los instrumentos financieros a los que les resulta aplicable la Directiva y el artículo 63 que define los servicios de inversión y los servicios auxiliares, incluyendo entre los primeros [letra g) del apartado primero] “el asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o

por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros”.

Otro artículo de la Ley del Mercado de Valores al que el Anteproyecto da nueva redacción y que resulta relevante a los presentes efectos es el 65 que, en el tercer párrafo de su apartado primero, concreta la delimitación ya apuntada al decir que “... a las entidades de crédito les serán de aplicación las disposiciones de esta ley y sus normas de desarrollo en cuanto a la realización y disciplina de los servicios y actividades previstas en el artículo 63 y a su posible participación en los mercados secundarios de valores”.

Existe, pues, una distinción clara en el régimen aplicable a las empresas de inversión y a las entidades de crédito. Sin embargo, el alcance y las consecuencias de esta distinción debe ser objeto de relevantes matizaciones.

En primer lugar, es importante tener en cuenta que la aplicación o no aplicación de la MIFID no significa, desde el punto de vista de los derechos e intereses de las entidades de crédito, la existencia o inexistencia de niveles adecuados de protección. No se trata de que no exista protección sino de que los instrumentos jurídicos de protección, las normas aplicables al caso y las autoridades responsables de su cumplimiento serán distintos en los diferentes supuestos.

En segundo lugar, se trata de una distinción de relevancia exclusivamente jurídica por cuanto, al margen de los efectos a que se hace referencia en el apartado anterior, es más que probable que las entidades de crédito opten por incorporar procedimientos internos homogéneos en la relación con sus clientes actuales o potenciales con independencia de que se trate de servicios o actividades “MIFID” o “no MIFID”. De este modo, y por razones operativas, los bancos tratarán a sus clientes de manera homogénea sin perjuicio, y es importante insistir en esta idea, de que el marco jurídico aplicable sea distinto en cada caso.

En tercer lugar, la distinción entre servicios y actividades sujetos y no sujetos a la MIFID, no coincide necesariamente con el ámbito competencial de los respectivos supervisores<sup>(10)</sup> puesto que la Directiva parte, claramente, de la base de que existirán cuestiones reguladas en ésta que deberán ser objeto de la actividad supervisora de distintas autoridades administrativas, imponiendo entre ellas una regla de cooperación.

Así, de acuerdo con el artículo 49 de la Directiva, en el supuesto de que el Estado haya designado más de una autoridad competente para hacer cumplir la MIFID (como podría ocurrir para el supuesto de que se asignen competencias

---

<sup>(10)</sup> En nuestro caso, y como se ha indicado anteriormente, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

de supervisión sobre las empresas de inversión al supervisor de mercados y al supervisor bancario sobre las entidades de crédito) “sus funciones respectivas deberán estar claramente definidas y dichas autoridades deberán cooperar estrechamente entre sí”.

De este modo, y como clara exigencia de la Directiva, la norma española de transposición debía establecer una clara delimitación de las competencias de los distintos supervisores financieros y sentar las bases de los mecanismos de cooperación existentes entre ellos, al objeto de asegurar la utilización de criterios homogéneos en la interpretación y aplicación de la MIFID y sus normas de desarrollo y transposición.

El precepto que en el Anteproyecto se ocupa de esta cuestión es el artículo 88 de la Ley del Mercado de Valores que, modificando levemente la redacción actualmente vigente, dice: “En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, ambas instituciones coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela de la solvencia así como las cuestiones de organización interna señaladas en el apartado 2 del artículo 70 ter de esta Ley recaen sobre la institución que mantenga el correspondiente registro, y la del funcionamiento de los mercados de valores, incluyendo las cuestiones de organización interna señaladas en el apartado 1 del citado artículo 70 ter, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al objeto de coordinar las respectivas competencias de supervisión e inspección, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España deberán suscribir convenios en los que se concreten sus correspondientes responsabilidades”.

La regla de cooperación, y su efectiva realización, resulta del mayor interés para las entidades de crédito, tanto por motivos de seguridad jurídica (existencia de criterios homogéneos en la interpretación y aplicación de las normas por parte de los órganos de supervisión) como organizativos (inexistencia de duplicidades y reiteraciones innecesarias en las tareas de supervisión).

## VI. CONCEPTOS BÁSICOS DE LA MIFID. SU APLICACIÓN A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Algunas de las novedades fundamentales de la MIFID y sus normas de desarrollo tienen que ver con la clasificación de los inversores y su tratamiento en función de sus características singulares.

La MIFID parte de una distinción entre tres clases de inversores: las contrapartes elegibles, los inversores profesionales y los inversores minoristas.

Son contrapartes elegibles las enumeradas en el artículo 24.2 de la Directiva<sup>(11)</sup>, así como las empresas que cumplan requisitos proporcionados previamente establecidos por los Estados miembros, incluyendo umbrales cuantitativos (artículo 24.3) o las entidades de terceros países equivalentes a las entidades citadas en el apartado segundo del precitado artículo 24 o las que cumplieran con los requisitos que hubieran sido preestablecidos por esos Estados miembros.

Son clientes profesionales a efectos de la MIFID los enumerados en el anexo II, que se abre con una definición genérica referida a “todo cliente que posee la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones”. A continuación, el anexo contiene una enumeración de criterios que determinan la condición de cliente profesional.

Por último, son clientes minoristas los que no reúnen las características propias de las contrapartes elegibles o los clientes profesionales.

Es interesante advertir que no se trata, en absoluto, de “compartimentos estancos”. De acuerdo con el párrafo segundo del apartado segundo del artículo 24 de la MIFID, “la clasificación como contraparte elegible ... se entenderá sin perjuicio del derecho de esas entidades a solicitar, bien de forma general o bien para cada operación, el trato como clientes”.

Por su parte, las entidades que tienen la condición de clientes profesionales tienen derecho, de conformidad con el apartado 1.3 bis del anexo II de la MIFID, a solicitar un trato no profesional, accediendo así a un nivel de protección más alto. Con independencia de la clasificación como cliente profesional, éste tiene también derecho a solicitar un mayor nivel de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone.

El Anteproyecto de Ley de transposición introduce algunas matizaciones tanto de carácter terminológico como sustantivo en materia de clasificación y tratamiento de los clientes.

Así, el futuro artículo 78 bis, apartado 1, de la Ley del Mercado de Valores, clasifica a los clientes de las empresas que presten servicios de inversión en profesionales y minoritarios, añadiéndose en el artículo 78 ter una tercera categoría, la de “los clientes especiales sujetos a un estatuto peculiar” (expresión

---

(11) Empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, OICVM y sus sociedades de gestión, fondos de pensiones y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas con arreglo a la legislación comunitaria o al Derecho nacional de un Estado miembro, empresas no sujetas a la Directiva en virtud de las letras k) y l) del apartado 1 del artículo 2, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los organismos públicos que negocian deuda pública, bancos centrales y organizaciones supranacionales.

esta que sustituye, de manera poco afortunada, a la no más afortunada categoría de las contrapartes elegibles de la Directiva).

Concretando algo más estas categorías, y en línea con lo establecido en la Directiva, el Anteproyecto de Ley define al cliente profesional en la redacción que da al artículo 78 bis de la Ley del Mercado de Valores (apartados 2 y 3) y hace lo propio (apartado 4) con los clientes minoristas, al decir que se considerarán como tales “todos aquellos que no sean profesionales”.

Por su parte, el apartado 3, letra e), del mismo artículo 78 bis incorpora a la categoría de cliente profesional al cliente minorista que, además de solicitar el cambio con carácter previo y de renunciar de forma expresa a su tratamiento como cliente minorista, supera los muy exigentes requisitos que el precepto establece a continuación.

De este modo, las entidades de crédito se encuentran obligadas a efectuar una clasificación de los clientes que demandan servicios o actividades sujetas a la MIFID (lo que, obviamente, no equivale a afirmar que deban clasificar a todos sus clientes).

La primera pregunta que se plantea a la vista de lo expuesto se refiere, precisamente, al alcance de esa clasificación. ¿Debe clasificarse a todos los clientes bancarios o solamente a una parte de ellos? ¿Debe clasificarse a todo nuevo cliente que demande servicios o actividades sujetos a la MIFID o a quienes estuvieran recibiendo esos servicios o actividades con independencia de si su relación se formalizó en un momento anterior a la entrada en vigor de la normativa de desarrollo de la MIFID?

El artículo 28 de la Directiva de Segundo Nivel aclara en parte algunas de estas dudas cuando dice que “los Estados miembros velarán por que las empresas de inversión notifiquen a los clientes nuevos y a los ya existentes que la empresa de inversión ha establecido una nueva categorización ... de clientes minoristas, profesionales o contrapartes elegibles...”

Por otra parte, el título de la sección 2.<sup>a</sup> de esa misma Directiva, como el artículo 19 de la MIFID, alude a la “información a clientes y posibles clientes” lo que hace pensar en un alcance ampliado del deber de clasificación.

Sin embargo, el deber de clasificación no debería surgir en aquellos casos en que el cliente bancario tiene, exclusivamente, la condición de tal, sin haber recibido en el pasado servicios comprendidos en el ámbito de aplicación de la MIFID (lo que puede constituir un indicio significativo de que no se trata de un “cliente potencial”) y sin que se hubiera convertido en demandante de tales servicios o actividades a partir de su efectiva entrada en vigor.

De este modo, una interpretación razonable de la norma podría aconsejar la clasificación de los clientes que, a fecha 1 de noviembre de 2007, hubieran

recibido servicios o hubieran sido objeto de actividades comprendidas en el ámbito de aplicación de la Directiva (y que, serían, consecuentemente “clientes potenciales”), así como, indiscutiblemente, a todos aquellos que demandasen tales servicios o actividades a partir de dicha fecha (“clientes actuales”).

Otra posibilidad, seguramente más práctica, sería la de clasificar a los clientes como “clientes minoristas” salvo que concurran en ellos las circunstancias adecuadas para su clasificación en alguna otra categoría.

Sea cual sea el criterio finalmente utilizado ello no debería significar, en ningún caso, que las entidades hayan de someter a sus clientes a un muy exigente proceso de clasificación, con las características que describiremos a continuación, con anterioridad al próximo 1 de noviembre de 2007 puesto que, en nuestra opinión, un esfuerzo de esta intensidad, que sin duda sería tan gravoso para las entidades como para sus clientes, no tendría beneficios apreciables desde el punto de vista de la protección de los clientes.

Por ello, una interpretación adecuada podría ser la de que todos los nuevos clientes “MIFID” a partir del 1 de noviembre de 2007 deberían ser clasificados y, en cuanto a los clientes anteriores (en tanto que clientes potenciales) podría iniciarse un proceso gradual de clasificación que partiese de alguna presunción del tipo apuntado, de modo que las entidades y sus clientes pudieran aprovechar los momentos en que se produjese un contacto normal entre banco y cliente, aunque su objeto no fuese la obtención de servicios sujetos a la MIFID<sup>(12)</sup>. De este modo se minimizarían costes y molestias sin generar inseguridad o desprotección en grado alguno por cuanto el cliente no estaría recibiendo servicios sujetos a la Directiva.

Con independencia de la cuestión relativa al momento temporal en que debe realizarse la clasificación de los clientes, la pregunta más relevante es la que se refiere a la concreción de los supuestos en que la misma debe realizarse, así como a la información que debe obtener una entidad de crédito de sus clientes para su adecuada clasificación.

En este sentido, y de acuerdo con la Directiva, la profundidad de las averiguaciones tendentes a la clasificación de los clientes varía considerablemente en función de la naturaleza de los servicios o actividades que se soliciten de la entidad de crédito, así como en función de la naturaleza (compleja o no compleja) de los productos elegidos como destino de la inversión.

---

(12) La visita de un cliente a su sucursal para retirar un talonario de cheques, una tarjeta de crédito o débito, la realización de una consulta de cualquier tipo podría de este modo ser aprovechada para efectuar los trámites necesarios para la adecuada clasificación del cliente, sin ocasionarle la molestia de solicitar su presencia en la oficina en un momento determinado.

En primer término, si los servicios o actividades solicitados no se encuentran comprendidos en el ámbito de aplicación de la MIFID (por ejemplo, si se trata de una actividad puramente bancaria como la apertura de una cuenta corriente o la constitución de un depósito bancario) no será necesaria la clasificación del cliente, sin perjuicio de que, por razones de procedimiento, las entidades puedan optar por establecer un principio o regla general de clasificación de clientes, como política interna puramente voluntaria, al objeto de facilitar el establecimiento de reglas homogéneas de trato al cliente en la red.

En segundo término, y entrando ya en el ámbito de los productos o servicios comprendidos en la MIFID, deben realizarse importantes distinciones en función de la naturaleza y complejidad de los servicios y actividades demandados, así como de los instrumentos o valores sobre los que recaen.

Así, si los servicios de inversión consisten, exclusivamente, en la ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no será necesario obtener de ellos mayor información, ni valorar la adecuación de los productos elegidos, siempre que no tengan la consideración de productos complejos.

Si, por el contrario, la elección del cliente viene determinada por la prestación de otro tipo de servicios o la realización de otras actividades por parte de la entidad de crédito, siempre que las mismas no impliquen asesoramiento (concepto crucial a los presentes efectos), y los productos elegidos se consideran “complejos”, la entidad habrá de pedir al cliente que le facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, de modo que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto es adecuado para el cliente.

Por último, si los servicios prestados o las actuaciones desarrolladas por la entidad constituyen asesoramiento, es decir, si implican “la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión (entidad de crédito) con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros” (artículo 4.1.4 de la MIFID), la entidad de crédito “obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan” (artículo 19.4 MIFID).

Sin perjuicio del aludido derecho del cliente a instar una modificación de su clasificación al objeto de lograr un umbral de protección superior al que naturalmente le correspondería, los criterios anteriores permitirían a las entidades desenvolverse en este ámbito con una razonable seguridad.

Al margen de la naturaleza de los servicios prestados o de las actividades realizadas, otro concepto de la mayor importancia a estos efectos es, como se ha anticipado, el de “productos complejos”.

La MIFID no define el concepto “producto complejo”. No obstante, puede extraerse alguna idea clara acerca de los contornos de esta categoría a partir de la redacción de alguno de sus preceptos. Así, el artículo 19.6 establece como uno de los requisitos que deben concurrir para la no exigencia del análisis de “adecuación” del producto o servicio al perfil del cliente, cuando éste demanda servicios de inversión limitados a la ejecución o recepción o transmisión de órdenes, que se trate de productos no complejos, y señala textualmente lo siguiente: “que dichos servicios se refieran a acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país<sup>(13)</sup>, a instrumentos del mercado monetario, a obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados), OICVM<sup>(14)</sup> y otros instrumentos financieros no complejos”.

De este precepto cabe, a mi juicio, deducir lo siguiente:

- Que tienen, en todo caso, el carácter de instrumentos financieros no complejos las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o mercado equivalente, los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones y otras formas de deuda titulizada excluidas las obligaciones o los valores de deuda titulizada que incluyan derivados y los OICVM.
- Que esas categorías no agotan el concepto de “instrumentos financieros complejos” como indica la utilización de la expresión “otros”.
- Que se consideran, en todo caso, instrumentos financieros complejos las obligaciones y otras formas de deuda titulizada que incluyan derivados.
- Que el precepto no afirma que tengan necesariamente la naturaleza de instrumentos financieros complejos los que incluyen derivados, excepto en el supuesto de las obligaciones y otras formas de deuda titulizada. Por ejemplo, la Directiva no afirma que un depósito que incluya un derivado tenga el carácter de instrumento financiero complejo.

---

(13) Dice el mismo precepto que “se considerará que un mercado de un tercer país es equivalente a un mercado regulado si cumple unos requisitos establecidos en el título III (de la MIFID). La Comisión publicará una lista de los mercados que deben considerarse equivalentes. Esta lista se actualizará periódicamente”.

(14) Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios.

En el supuesto de que un instrumento sea calificado, de acuerdo con la MIFID, como instrumento financiero complejo, aun en el supuesto de que el cliente sólo pretenda de la entidad de crédito la ejecución, recepción o transmisión de una orden, deberán hacer la misma valoración de la adecuación de los productos o instrumentos solicitados que se requiere en el apartado quinto del mismo artículo 19 para la prestación de servicios de inversión distintos de los que la Directiva considera como asesoramiento.

A estas definiciones de la MIFID han de añadirse los requisitos contenidos en el artículo 38 de la Directiva de Nivel 2. De este modo, para que un instrumento pueda calificarse como “no complejo” deben concurrir los siguientes requisitos:

- a) No estar incluidos entre los que la MIFID considera como instrumentos complejos.
- b) Que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento a precios públicamente disponibles para los participantes en el mercado.
- c) Que no implique responsabilidad real o potencial alguna para el cliente que exceda del coste de adquisición del instrumento.
- d) Que esté a disposición del público información adecuadamente completa sobre sus características que normalmente será bien comprendida de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundamentado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

Aplicando estas ideas a los depósitos bancarios podríamos afirmar que, cuando éstos son auténticos depósitos, en el sentido de que existe un derecho inalterable a la obtención de la devolución íntegra del capital inicial, como sucede, por ejemplo, en el caso de los depósitos garantizados, la MIFID no les resultaría aplicable.

Para acabar con este apartado “conceptual” parece conveniente efectuar una aclaración respecto de la actividad de comercialización de productos financieros.

De partida, la actividad de comercialización de productos financieros no constituye un servicio de inversión, de acuerdo con la MIFID, puesto que no aparece en el listado de la Directiva o en el del Anteproyecto que efectuará la transposición.

De hecho, el considerando 30.<sup>o</sup> de la MIFID dice expresamente que “un servicio puede considerarse prestado a iniciativa del cliente a pesar de que el cliente lo solicite basándose en cualquier tipo de comunicación que contenga una promoción u oferta de instrumentos financieros, realizada por el medio que

fuere, que por su propia naturaleza sea general y esté dirigida al público o a un grupo o categoría de clientes o posibles clientes”, frase esta que nos sitúa frente a la clara falta de relevancia jurídica que la MIFID atribuye a las actividades de comercialización frente a las que constituyen, por ejemplo, un servicio de asesoramiento.

Y es que si la actividad desarrollada por la entidad de crédito no consiste en la realización de un asesoramiento o recomendación “personalizada” (término este de gran importancia, tanto en las normas europeas como en la norma española de transposición actualmente en tramitación) la actividad de comercialización no añadiría nada al esquema descrito.

La actividad de comercialización que da lugar a una orden de ejecución por parte del cliente sí requerirá de la entidad de crédito un análisis de la adecuación del producto ofrecido si éste tiene la consideración de “producto complejo” pero no requerirá la realización del test de idoneidad, siempre reservado al servicio de asesoramiento.

## VII. LAS NORMAS RELATIVAS A LA ORGANIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN. SU APLICACIÓN A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Otro de los aspectos a los que la MIFID presta una mayor atención es el relativo al establecimiento de requisitos de organización para las empresas de inversión que hagan factible el cumplimiento del conjunto de los objetivos establecidos en la Directiva, especialmente en lo relativo a la protección de los clientes.

No cabe duda de que la novedad de los contenidos de la MIFID en esta materia es relativa. Nos encontramos, más bien, ante una “evolución” de los instrumentos previamente existentes. Así, concretamente, buena parte de los mecanismos establecidos en la MIFID están ya presentes en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y en la Circular 1/1998, de la CNMV, de 10 de junio, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.

En cualquier caso, y de acuerdo con el precitado artículo 1.2 de la MIFID, uno de los preceptos de la misma que se aplican a las entidades de crédito es el artículo 13 que establece los requisitos de organización.

El artículo 13 de la MIFID dedica sus apartados 2 al 8 al establecimiento de una serie de requisitos de organización de las entidades que parten del principio de que deben establecerse medidas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar que las entidades sujetas, incluidos sus directivos, emplea-

dos y agentes vinculados cumplan las obligaciones que les impone la Directiva, así como las normas pertinentes aplicables a las operaciones de dichas personas.

En particular, esas medidas y procedimientos adecuados y suficientes deben dar respuesta, concretamente, a las siguientes exigencias:

- Impedir que los conflictos de interés, tal como se definen en el artículo 18 de la MIFID, puedan perjudicar a sus clientes.
- Garantizar la continuidad y la regularidad de la realización de los servicios y actividades de inversión.
- Evitar que la externalización de servicios o actividades (*outsourcing*)<sup>(15)</sup> aumente indebidamente el riesgo operativo, de modo que la externalización de funciones operativas importantes no podrá afectar sensiblemente a la calidad del control interno ni a la capacidad del supervisor de controlar que la empresa cumple todas sus obligaciones.
- Disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.
- Llevar un registro de todos los servicios y operaciones que realice y que sea suficiente para permitir que la autoridad competente supervise el cumplimiento de los requisitos previstos en la MIFID y, en particular, de todas las obligaciones de la empresa de inversión para con sus clientes o posibles clientes.
- Adoptar las medidas oportunas para salvaguardar los derechos de propiedad de los clientes cuando las entidades tengan a su disposición instrumentos financieros que pertenezcan a aquéllos (especialmente en el supuesto de insolvencia de la entidad) que impidan la utilización por cuenta propia de esos instrumentos, salvo que los clientes expresen su consentimiento expreso.
- Adoptar medidas análogas a las descritas en el apartado anterior cuando la entidad tenga a su disposición fondos pertenecientes a los clientes. En este caso, es interesante hacer constar que la MIFID ex-

---

<sup>(15)</sup> Definido por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión como cualquier tipo de acuerdo entre una empresa de inversión y un prestador de servicios en virtud del cual éste realice un proceso, un servicio o una actividad que en otras circunstancias llevaría a cabo la propia empresa de servicios de inversión.

cluye a las entidades de crédito de la prohibición de uso por cuenta propia de los fondos pertenecientes a sus clientes.

El desarrollo de estos principios puede encontrarse en el artículo 5 de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión (Directiva de Nivel 2 de la MIFID). El precepto añade matices de gran importancia, entre los que parece razonable destacar las siguientes obligaciones:

- Establecer, aplicar y mantener procedimientos de adopción de decisiones y una estructura organizativa que especifique de forma clara y documentada los canales de información y asigne funciones y responsabilidades.
- Garantizar que sus personas competentes conozcan los procedimientos que deben seguir para cumplir adecuadamente con sus responsabilidades.
- Establecer, aplicar y mantener mecanismos adecuados de control interno concebidos para garantizar el cumplimiento de las decisiones y los procedimientos en todos los niveles de la empresa de inversión.
- Emplear personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se le asignen.
- Establecer, aplicar y mantener un sistema eficaz de notificación interna y comunicación de la información a todos los niveles pertinentes de la empresa de inversión.
- Garantizar que el cumplimiento de múltiples funciones por parte de sus personas competentes no impida ni pueda impedir a esas personas cumplir sus distintos cometidos de forma adecuada, con honestidad y profesionalidad.

Además, los apartados 2 y 4 de este artículo añaden al artículo 13 de la MIFID las notas de que los sistemas y procedimientos internos deben ser adecuados para salvaguardar la seguridad, integridad y confidencialidad de la información y de que estas medidas de organización interna comprenderán políticas y procedimientos contables que les permitan, a petición de la autoridad competente, presentar oportunamente a ésta informes financieros que ofrezcan una imagen fiel de su situación financiera y que cumplen con las disposiciones y normas contables en vigor.

Por otra parte, y en cuanto a la estructura organizativa interna de las empresas de servicios de inversión, la Directiva de Nivel 2 exige el establecimiento de políticas de gestión de riesgos (artículo 7), auditoría interna (artículo 8), así como la asunción de las más elevadas responsabilidades por parte de su alta

dirección y, en su caso, su órgano de supervisión, a la hora de asegurar el cumplimiento de las obligaciones establecidas por la MIFID.

Como no podía ser de otro modo, el Anteproyecto de Ley de Modificación Parcial de la Ley del Mercado de Valores dedica un precepto, el nuevo artículo 70 ter de la Ley del Mercado de Valores, a los “requisitos de organización interna”, en términos similares a los de la Directiva.

No obstante, la nota original, relevante a los efectos que aquí nos ocupan, se encuentra en el último párrafo del apartado segundo de ese mismo artículo 70 ter que, como se señalado, dice que “en el caso de entidades de crédito que presten servicios de inversión, corresponderán al Banco de España las facultades de supervisión, inspección y sanción de los requisitos de organización interna señalados en este apartado. A las citadas entidades no les resultará aplicable la prohibición de utilizar por cuenta propia los fondos de sus clientes que se establece en la letra c) anterior”.

Estas normas de organización interna obligan a considerar, con especial atención, la cuestión relativa al modo en que los preceptos de la MIFID y sus normas de desarrollo se aplican a las entidades de crédito, cuestión en la que debe partirse de la interpretación realizada por el precepto que acaba de citarse en el párrafo anterior.

Es indiscutible que tanto el artículo 1.2 de la MIFID como la propia exclusión o aplicación matizada de la prohibición que se ha mencionado en el párrafo anterior evidencia la clara vocación de la Directiva de que las entidades de crédito establezcan medidas análogas (por no decir idénticas) a las que se establecen para las empresas de inversión.

Siendo cierto lo anterior, no lo es menos que, en el momento presente, se encuentran pendientes de transposición a nuestro ordenamiento otras relevantes normas europeas como son las Directivas 2006/49 y 2006/48, del Parlamento Europeo del Consejo, de 14 de junio, respectivamente dedicadas a la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito y al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que contienen relevantes requerimientos en materia de organización interna (incluso en materia de buen gobierno corporativo) a las que los bancos y sus supervisores deberán prestar igualmente atención en los próximos meses<sup>(16)</sup>.

A mi juicio, estos requerimientos que tienen su origen último en los acuerdos conocidos como Basilea II son, en parte, más intensos que los que se des-

---

(16) Se está iniciando en estos momentos la tramitación de un Anteproyecto de Ley por el que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

prenden de la MIFID, de modo que unos y otros requisitos deberían complementarse y ser objeto de una regulación y supervisión únicas que deberían encomendarse esencialmente al supervisor de solvencia, es decir, en nuestro caso, al Banco de España, sin perjuicio de que el principio general de colaboración entre supervisores “MIFID” en el ámbito nacional y el propio deber general de cooperación entre Administraciones Públicas pueda aconsejar un constante diálogo y coordinación de criterios entre dichas instituciones.

Éste es, como se ha anticipado, el criterio acogido por el artículo 70 ter de la Ley del Mercado de Valores, en la redacción propuesta por el Anteproyecto de Modificación Parcial de aquélla, lo que debe considerarse como un claro acierto de la norma ahora en tramitación.

No se agota en lo hasta aquí expuesto la problemática planteada por la MIFID y sus normas de desarrollo en cuanto a las decisiones de organización interna de las empresas de inversión y las entidades de crédito puesto que las normas europeas prestan una detenida atención al problema de la externalización de los servicios de inversión y la existencia de agentes vinculados.

La externalización se define en el artículo 2.6 de la Directiva de Nivel 2 como “cualquier tipo de acuerdo entre una empresa de inversión y un prestador de servicios en virtud del cual éste realice un proceso, un servicio o una actividad que en otras circunstancias llevaría a cabo la propia empresa de servicios de inversión”.

La misma Directiva dedica a la externalización sus artículos 13 al 15. De sus contenidos nos parece particularmente relevante la regulación de las condiciones para externalizar funciones operativas esenciales o importantes (definidas en el artículo 13) o servicios o actividades de inversión.

Se establecen cuatro condiciones:

- a) Que la externalización no dé lugar a la delegación de responsabilidad por parte de la alta dirección.
- b) Que no altere las relaciones o las obligaciones de la empresa de inversión con respecto a sus clientes de conformidad con la MIFID.
- c) Que no vaya en menoscabo de las condiciones que debe cumplir la empresa de inversión para recibir la autorización y para conservarla.
- d) Que no dé lugar a la supresión o modificación de ninguna de las restantes condiciones a las que se haya supeditado la autorización de la empresa.

La Directiva se muestra particularmente exigente en el supuesto de que la empresa de inversión y el prestador de servicios sean miembros del mismo grupo (apartado 4 del artículo 14).

En cuanto a los agentes vinculados, el artículo 23 de la MIFID reconoce a los Estados la competencia para permitir que las empresas de inversión designen agentes vinculados a fin de promocionar sus servicios, captar negocio o recibir órdenes de clientes o posibles clientes y transmitirlos, colocar instrumentos financieros o prestar asesoramiento sobre dichos instrumentos y servicios financieros que la empresa de inversión ofrece.

La Directiva evidencia su temor a que la designación de agentes vinculados pueda implicar un debilitamiento de las responsabilidades de las empresas de inversión. Al objeto de evitarlo el apartado 2 del artículo 23 establece el fundamental principio de que la empresa de inversión deberá, en tales casos, mantener la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del agente vinculado cuando ésta actúe en nombre de la empresa. A tal fin las empresas de inversión asumen la obligación de supervisar las actividades de sus agentes vinculados.

El principio de “asunción de responsabilidad” por la empresa de servicios de inversión respecto de sus agentes se recoge con total rotundidad en el apartado tercero del artículo 65 bis de la Ley del Mercado de Valores, en la redacción propuesta por el Anteproyecto, cuando dice que “los agentes actuarán por cuenta y bajo responsabilidad plena e incondicional de las empresas de servicios de inversión que los hubieran contratado”.

#### VIII. EL COMPLEJO CONCEPTO DE LOS “INCENTIVOS”. SU ALCANCE Y RÉGIMEN EN EL CASO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Sin duda uno de los aspectos más complejos (y, potencialmente, más conflictivos) de la MIFID y sus normas de desarrollo se refiere a las normas dedicadas a los incentivos<sup>(17)</sup>.

La MIFID dice poco, en realidad, sobre los incentivos. De hecho, el precepto más próximo a esta materia parece ser el artículo 19.1 puesto que la Directiva de Nivel 2 en su artículo 26, directamente referido a los incentivos, se rubrica como un precepto dictado en desarrollo de ese precepto de la MIFID.

El artículo 19.1 de la MIFID se limita a decir que “los Estados miembros exigirán que, cuando preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de inversión actúe con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, y observe, en particular, los principios establecidos en los apartados 2 a 8”.

---

(17) Los *inducements* en su terminología anglosajona original.

Al margen del deber de informar al cliente de manera comprensible y adecuada acerca de la empresa de inversión, sus servicios, los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas, los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados, esos apartados 2 a 8 se refieren, en esencia, a las normas sobre clasificación de clientes y exigencia de adecuación de los productos y servicios ofertados a que nos hemos referido con anterioridad.

Como veremos el segundo precepto de la MIFID que debe tenerse muy presente en la interpretación de las normas dedicadas a los incentivos en la Directiva de Nivel 2 es el artículo 18, dedicado a los conflictos de interés.

Pero, sin duda, son más bien los preceptos que dedica a la cuestión la Directiva de Nivel 2, y especialmente sus artículos 21 y 26, los que resultan de mayor utilidad para cualquier tarea interpretativa sobre el sentido y alcance último de la nueva regulación.

El artículo 26 de esa Directiva se pronuncia en términos contundentes cuando indica que “los Estados miembros velarán por que no se considere que las empresas de inversión actúan con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes si, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar al cliente pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario, con excepción de:

- a) Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o aportados al cliente o a una persona que actúe por cuenta del mismo u ofrecidos por el cliente o por una persona por cuenta del mismo;
- b) Los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pagados o aportados a un tercero o a una persona que actúe por cuenta del mismo u ofrecidos por un tercero o por una persona que actúe por cuenta del mismo, cuando se cumplan las siguientes condiciones:
  - i) la existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios, comisiones o beneficios, o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de esa cuantía, deberá revelarse claramente al cliente, de forma completa, exacta y comprensible, antes de la prestación del servicio de inversión o auxiliar pertinente,
  - ii) el pago de los honorarios o de las comisiones o la aportación de los beneficios no monetarios, deberá aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y no entorpecerá el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente.

- c) Los honorarios apropiados que permitan la prestación de servicios de inversión o sean necesarios a tal fin, tales como gastos de custodia, gastos de liquidación y cambio, tasas reguladoras o gastos de asesoría jurídica, y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes”.

Sin embargo, como se ha adelantado, no es éste el único precepto de la Directiva de Nivel 2 al que debe prestarse atención pues el artículo 21 aborda una cuestión indisociable con el régimen de los incentivos: el tratamiento de los conflictos de interés. Parece claro que ambos preceptos, los artículos 21 y 26 de la Directiva, deben ser objeto de una interpretación y aplicación coordinada puesto que los incentivos plantean, en esencia, una situación potencial de conflicto de intereses.

Y es que, con carácter general, un problema potencial en la interpretación y aplicación de la MIFID y sus normas de desarrollo en materia de incentivos será el de tratar de utilizar los mecanismos establecidos por las normas europeas como instrumento para evitar situaciones que se juzgan inadmisibles pero que, en realidad, ya se encuentran impedidas a través del juego de otros mecanismos distintos establecidos en la MIFID.

Así, antes de plantearnos el problema de si un determinado producto o servicio no adecuado al cliente pudiera serle ofrecido por una empresa de inversión al objeto de lograr la percepción de un determinado incentivo o por la existencia de un conflicto de interés mal resuelto por su propia organización interna, deberíamos efectuar el juicio relativo a la idoneidad del producto para un determinado perfil de cliente para llegar fácilmente a la conclusión de que el resultado de ese análisis haría innecesaria toda indagación ulterior sobre las motivaciones de la entidad: el producto o servicio no sería idóneo a la vista de la experiencia y formación del cliente por lo que no debería serle ofrecido.

La regulación de los incentivos y de los conflictos de interés es, sin duda, uno de los aspectos más relevantes de la MIFID y sus normas de desarrollo. Por ello, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) le ha prestado una gran atención en sus trabajos de Nivel 3, como se manifiesta en el documento sometido a audiencia pública en el pasado mes de diciembre de 2006 bajo el título de “Inducements under MIFID”<sup>(18)</sup>.

El documento elaborado por CESR tiene una primera afirmación, ciertamente relevante, que delimita el ámbito de aplicación de los artículos 21 y 26 de la Directiva de Nivel 2 y que nos parece de la mayor importancia. Es la relativa

---

(18) Ref: CESR/06-687.

a que el artículo 26 no regula los pagos efectuados en una empresa de inversión (o entidad de crédito), tales como programas internos de bonificaciones, primas o incentivos (“bonus”), aunque éstos puedan constituir un conflicto de interés cubierto por el artículo 21<sup>(19)</sup>.

Esta aclaración inicial tiene mayor importancia si consideramos que la carta del Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a las sociedades cotizadas del pasado 17 de julio de 2006 llevaba anexa una nota con el título de “cómo afecta la MIFID a las entidades que prestan servicios de inversión” que en su página 3 al aludir a los conflictos de interés hacía referencia textual a las “políticas retributivas adecuadas”, lo que podía haber suscitado la duda relativa a la aplicabilidad de las normas “MIFID” a las políticas retributivas internas de las entidades de crédito.

Es decir, las políticas retributivas internas de las entidades de crédito no deben ser analizadas desde el prisma de la regulación de los incentivos sino de las reglas sobre conflictos de interés.

Y es que esta distinción es clave puesto que, en el terreno de los conflictos de interés, el artículo 18 de la MIFID parte del principio de que las empresas de inversión deben adoptar todas las medidas razonables para detectar conflictos de intereses que puedan surgir en el momento de la prestación de cualquier servicio de inversión o auxiliar, o de una combinación de éstos, entre las propias empresas, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados o cualquier persona vinculada directa o indirectamente a ellas por control, y sus clientes o entre clientes, pero, en el caso de que las medidas organizativas o administrativas que hubieran sido establecidas por la empresa para prevenir los riesgos de perjuicio a los clientes derivados de los posibles conflictos de interés fuesen insuficientes, la empresa deberá revelar claramente al cliente la naturaleza general o el origen de los conflictos de intereses antes de actuar por cuenta del cliente.

Es decir, en el ámbito de las políticas retributivas internas de las empresas de inversión y de las entidades de crédito habría que estar a las reglas sobre prevención, tratamiento e información al cliente sobre conflictos de intereses y no a las normas sobre prohibición —salvo excepciones— de los incentivos.

Partiendo de esa distinción, debe procederse, en segundo término, a excluir todos aquellos pagos que se encuentren comprendidos en el listado de la letra c) del artículo 26 de la Directiva de Nivel 2, teniendo en cuenta, además,

---

(19) El documento del CESR en su página 4, apartado 2, contenido en el epígrafe “explicación general y relación con los conflictos de interés” dice textualmente que el artículo 26 “does not deal with payments made within the investment firm, such as internal bonus, programmes, even though these could constitute a conflict of interest covered by article 21”.

que, como reconoce el propio CESR en el documento sometido a audiencia, el listado contenido en el precepto no es exhaustivo<sup>(20)</sup>. En consecuencia, el concepto de “pagos o comisiones adecuados” no queda reducido a los supuestos que se enumeran en la letra c) de este artículo 26.

Menos acertado se muestra, en mi opinión, el documento de CESR en cuanto a la interpretación que realiza sobre el alcance de las letras a) y b) del artículo 26.

Entre otras muchas cuestiones esa aproximación restrictiva parte de la base de una interpretación igualmente restringida del aumento en la calidad del servicio prestado al cliente.

Sin embargo, existen efectos muy beneficiosos para la calidad del servicio prestado al cliente que pueden tener su origen en la existencia de mecanismos de incentivo. Éste sería claramente el caso de la utilización de las redes bancarias como instrumento para la comercialización de productos o servicios financieros de terceros sujetos a la MIFID.

Estos clientes se beneficiarían claramente de la capilaridad y los servicios proporcionados por las entidades de crédito y sus redes, facilitando el acceso al cliente a todo tipo de productos y servicios. Evidentemente el motivo por el que estas redes se ponen a disposición de los originarios productores y oferentes de servicios de inversión es la existencia de tales incentivos.

Un razonamiento similar puede hacerse de la comercialización de productos y servicios de nuevos entrantes en los mercados financieros. Esta condición de nuevos oferentes de productos y servicios financieros determinará la necesidad de acometer campañas de comercialización más agresivas lo que, en buena lógica, precisará de la existencia de incentivos. ¿Tendría sentido prohibirlos? En mi opinión, ello resultaría contradictorio con otro de los fines confesados de la MIFID; la generación de un auténtico mercado interno de productos y servicios financieros.

En definitiva, una interpretación “razonable” de los preceptos de referencia, debería minimizar el impacto de la MIFID y sus normas de desarrollo respecto de las entidades de crédito y sus políticas de incentivos, tanto por el hecho de que sus políticas retributivas internas quedarían al margen de esta regulación (aunque no de los mecanismos de prevención de los conflictos de interés), como por el hecho de que la sola puesta a disposición de sus redes para

---

(20) *Vid.* nota anterior, página 5.

la comercialización y distribución de productos de terceros cumplirá, en buena parte de los casos, con el requisito de conllevar una mejora en la calidad de los servicios prestados a los clientes.

En este punto, y salvo error por mi parte, el Anteproyecto de Ley proporciona poca luz adicional puesto que el nuevo artículo 70 quáter regula de manera muy genérica, y muy fiel al texto de la Directiva, los conflictos de interés, pero sin hacer una mención explícita a los incentivos.

En mi opinión, puede ser una opción acertada. Existe en estos momentos un importante debate en toda la Unión Europea en torno a los trabajos de CESR en esta materia, y que se centran, en buena medida, en los límites de la prohibición de incentivos. No sería probablemente prudente que el legislador español se “arriesgase” a realizar interpretaciones unilaterales en una materia tan sensible desde el punto de vista de la competencia comercial entre entidades sin aguardar a tener una visión más clara respecto de las decisiones adoptadas en otras jurisdicciones.

#### IX. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE AL PASAPORTE ÚNICO

Al igual que las empresas de inversión las entidades de crédito se encuentran sujetas al principio o regla del pasaporte único de modo que únicamente precisarán de una autorización para el ejercicio de su actividad en el ámbito de la Unión Europea.

Esa autorización, en el ámbito nacional, será la necesaria para el desarrollo de su actividad bancaria, con los requisitos que a esta actividad le son propios tanto a nivel de la legislación interna como europea. Una vez en poder de esa autorización, las entidades de crédito podrán convertirse en prestadores de los servicios y actividades de inversión regulados en la MIFID.

Si desarrollan esos servicios y actividades en el territorio de un Estado distinto no estarán sujetos al deber de obtener una nueva autorización, aun en el supuesto de que la actividad desarrollada en ese tercer Estado fuese la propia de una empresa de inversión y no una actividad bancaria.

El control del supervisor de origen será, pues, la regla habitual, correspondiendo al supervisor del Estado de acogida un papel muy subordinado, de acuerdo con lo señalado anteriormente.

Sin embargo, es evidente que la existencia del pasaporte hace imprescindible el establecimiento de un estándar homogéneo en la interpretación y apli-

cación de la MIFID y sus normas de desarrollo lo que conlleva tanto una adaptación equivalente de los ordenamientos internos (proceso de transposición de las Directivas) como la aplicación uniforme por parte de las autoridades responsables de la supervisión (convergencia supervisora). Lograr la necesaria homogeneidad resulta de la mayor importancia para las entidades pues, en otro caso, deberán afrontar una competencia prestada en condiciones de ventaja que tenderá a expulsar de los mercados a las entidades más cumplidoras. Ésta es una tarea fundamental de las que tiene encomendadas el CESR, que deberá desarrollar a través de ese instrumento jurídico básico que son las normas de tercer nivel, sin perjuicio del relevante papel de control que se encomienda a la Comisión Europea.

Tratando de dar un paso más, el CESR ha concretado algunos de los problemas comprendidos en la cuestión del pasaporte y, entre ellos, el de las operaciones desarrolladas desde el Estado de acogida respecto de clientes situados en un Estado distinto (obviamente no el Estado de origen). Cualquiera que sea la solución finalmente adoptada, sería necesario que las empresas de inversión y las entidades de crédito gozaran del más alto grado de seguridad jurídica respecto a la autoridad en cada caso competente, la regulación aplicable y los criterios utilizados en su interpretación. Obviamente, al margen de la problemática concretamente suscitada, el proceso de convergencia de regulación y supervisión a que se ha hecho referencia en el párrafo anterior restaría importancia a este problema.

Particularmente compleja se presenta esta cuestión en el caso de las sucursales, apuntándose una distinción entre las competencias sobre su organización interna y procedimientos (que, en principio, correspondería al supervisor del Estado de origen) y la supervisión de conductas que correspondería al supervisor del Estado de acogida.

Aunque se trate de una cuestión instrumental (o formal), derivada, en principio, del problema que acaba de apuntarse, se ha planteado también en el ámbito de los trabajos del CESR el problema de cuántas comunicaciones relativas a esas transacciones deben realizarse y a qué autoridad deben dirigirse.

Parece claro que lo deseable sería que, una vez definida la autoridad competente, la comunicación se remitiera exclusivamente a esa autoridad y por una sola vez, quedando en manos de la cooperación entre supervisores el traslado de la información del modo que se considere adecuado.

Y es que, con carácter general, sería razonable esperar del CESR que las normas de implementación sean sensibles a la necesaria reducción de los costes de adaptación a la nueva normativa.

## X. LAS ENTIDADES DE CRÉDITO FRENTE AL PRINCIPIO DE MEJOR EJECUCIÓN

Uno de los instrumentos más importantes para la protección de los clientes en la MIFID es el denominado principio de “mejor ejecución”<sup>(21)</sup>, contenido en el artículo 21 de la Directiva, referido, como muy expresivamente indica su propio título, a la “obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente”<sup>(22)</sup>.

Dice el apartado primero de ese artículo 21 que los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de inversión adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden”.

Evidentemente la adecuada comprensión de este precepto exige partir de la situación en que nace la obligación y esa situación no es otra que la de ejecución de las órdenes que puede darse tanto en los casos en que la empresa de inversión reciba una orden del cliente exclusivamente encaminada a su ejecución (sólo ejecución), cuando esa orden resulta de una actividad de comercialización o, incluso, cuando tiene su origen en la prestación de un servicio de asesoramiento.

La mejor ejecución no constituye el deber de realizar la operación en las mejores condiciones de precio. Como se ha dicho, el apartado 1.º del artículo 21 de la MIFID obliga a tener en cuenta no sólo el factor precio sino también otros muchos como los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución,...

La regla de mejor ejecución no significa tampoco que ante una orden concreta la entidad o empresa de inversión deba “rastrear” el mejor procedimiento de ejecución posible, sino que debe aplicar una política de ejecución de órdenes previamente definida, y conocida por los clientes (que tienen derecho a

---

(21) Consideramos preferible este término al de “ejecución óptima” que aparece como rúbrica de la sección 5.ª del capítulo III de la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión. No obstante, no puede negarse la corrección jurídica de este último término.

(22) El documento publicado por la Autorité des Marchés Financiers (AMF) francesa el 25 de julio de 2006 bajo el título de “AMF consultation on enforcing the best execution principles in MIFID and its implementing directive” parte de la consideración de que el principio de mejor ejecución supone una evolución de conceptos “implícitos” en la Directiva de Servicios de Inversión de 1993 (o en las normas de transposición a los ordenamientos internos) y no una “revolución” (página 3).

ser informados adecuadamente sobre su política de ejecución de órdenes)<sup>(23)</sup>. Una vez informado, el cliente deberá prestar su consentimiento a esa política con carácter previo a su aplicación.

En este sentido, nos parece en general adecuada la forma en que aborda esta materia el nuevo artículo 79 sexies de la Ley del Mercado de Valores, contenido en el Anteproyecto de transposición, especialmente cuando refiere el deber de mejor ejecución a la existencia de una “política de ejecución de órdenes que definirá la importancia relativa que atribuirán al precio, a los costes, a la rapidez y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que juzguen relevante para la ejecución de la orden”.

A ello añade el propio artículo 79 sexies, en su apartado tercero, que “la entidad deberá informar a sus clientes sobre su política de ejecución de órdenes, siendo necesario que obtenga su consentimiento expreso antes de aplicársela ... la entidad deberá estar en condiciones de demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa”.

Como vemos la previsión del Anteproyecto se ajusta exactamente a la interpretación que se ha anticipado en párrafos anteriores por lo que, también en este punto, la consideramos plenamente acertada. Únicamente puede censurar la inclusión del adjetivo “expreso” aplicado al consentimiento que sobrepasa claramente lo establecido en la MIFID.

Y es que la política de mejor ejecución es una consecuencia directa de la existencia de mercados de negociación de valores alternativos a los mercados regulados de modo que la ejecución tendrá posibilidades alternativas que deberán ser adecuadamente ponderadas por las empresas de inversión y las entidades de crédito a fin de seleccionar aquel mercado o sistema de negociación que suponga una mejor combinación de factores para el cliente.

Parece claro, en este sentido, que una política de ejecución razonable tenderá a elegir aquel mercado o plataforma de negociación en que el valor de que se trate goce de una mayor liquidez pues, en condiciones normales de mercado, esa mayor liquidez debería traducirse en unas mejores condiciones de precios y costes. No obstante, no necesariamente será así por lo que la política de mejor ejecución deberá partir de una ponderación atenta de las condiciones en concurso.

Ello no quiere decir que el cliente quede exonerado de cualquier decisión respecto del modo en que sus órdenes habrán de ser ejecutadas.

---

(23) El documento publicado por la AMF al que se ha hecho referencia en la nota anterior afirma que la regla de la mejor ejecución no significa el derecho a obtener la mejor ejecución en cada una de las órdenes (página 9).

Cuando el cliente proporcione a la entidad una indicación clara (una “instrucción específica”, dice la MIFID en su artículo 21.1) la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción. En este caso, una vez debidamente acreditado, la decisión del cliente exonerará a la empresa de inversión o entidad de crédito de toda responsabilidad por el modo en que la ejecución se haya producido.

La política de ejecución no puede quedar en una mera declaración de intenciones sino que los procedimientos y sistemas adoptados habrán de asegurar la ejecución puntual, justa y rápida de las órdenes de clientes, frente a las órdenes de otros clientes o a los intereses particulares de la empresa de inversión.

De este modo, la MIFID obligará a las empresas de inversión y a las entidades de crédito a disponer de políticas preestablecidas de ejecución de las órdenes de sus clientes que garanticen el cumplimiento de los fines que acaban de describirse para, una vez adoptadas esas políticas, ejecutar las órdenes de conformidad con dicha política, encontrándose en todo momento en condiciones de demostrar a sus clientes que la ejecución de sus órdenes se realizó de conformidad con dicha política.

No obstante la sencillez con la que acaban de exponerse algunas de las ideas centrales de la MIFID en materia de mejor ejecución, se trata de una de las cuestiones más complejas de la nueva regulación, como acredita el documento del CESR recientemente sometido a consulta pública dedicado a esta materia<sup>(24)</sup>.

El documento del CESR evidencia su preocupación por garantizar que los clientes se encuentren en condiciones de comparar el modo en que las distintas empresas de servicios de inversión o las entidades de crédito ejecutarán sus órdenes<sup>(25)</sup>. En este sentido, parece relevante indicar que los requerimientos de información podrán ser distintos en el supuesto de que se trate de clientes minoristas y profesionales.

## XI. CONCLUSIÓN

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se

---

(24) “Best execution under MIFID”. Febrero de 2007. Ref: CESR/07-050b.

(25) *Vid.* nota anterior. Página 7 del documento sometido a consulta por el CESR.

modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (MIFID) puede provocar grandes cambios en la arquitectura institucional de los mercados de valores, en los procedimientos de negociación de valores e instrumentos financieros, en la forma en que se prestan servicios y se desarrollan actividades financieras y en la organización interna de las empresas de servicios de inversión.

Sin ninguna duda, la aplicación de la MIFID a las entidades de crédito, aunque matizada, como se ha dicho, respecto de las empresas de inversión, provocará también cambios relevantes que se harán especialmente evidentes en las formas de relación con los clientes bancarios.

El proceso de adaptación al nuevo entorno regulatorio exige, ante todo, la máxima seguridad jurídica de modo que las Administraciones competentes deberían realizar el mayor esfuerzo por precisar los aspectos que, a día de hoy, plantean todavía dudas de interpretación y aplicación.

Por otra parte, sería del mayor interés para las entidades de crédito que el proceso de implantación de las normas MIFID no diera lugar a asimetrías regulatorias entre las distintas jurisdicciones que pudieran beneficiar a las entidades de crédito o empresas de inversión que tuvieran su sede en determinados Estados. Sería conveniente, en este sentido, que la mejor o peor posición competitiva de las entidades fuese directa y exclusiva consecuencia de su habilidad para adaptarse a la nueva cultura y regulación.

Estamos, sin duda, en un momento crucial por cuanto la transposición de las normas europeas al ordenamiento español y los trabajos desarrollados por el CESR (Nivel 3) proporcionarán oportunidades para la aclaración definitiva de esas cuestiones pendientes.

Es una tarea en la que Administraciones Públicas y entidades privadas se encuentran obligadas a colaborar al objeto de lograr una adaptación normativa que cumpla con los requerimientos del derecho europeo y que, a la vez, no produzca efectos perturbadores en la línea que acaban de señalar. En este sentido, la tarea hasta el momento desarrollada por las distintas asociaciones empresariales del ámbito financiero y su colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de valores representan, a día de hoy, una garantía de que el proceso de adaptación del sistema financiero español a la MIFID y sus normas de desarrollo culminará adecuadamente.

En esta línea de razonamiento, el Anteproyecto de Ley por la que se modifica parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuya tramitación formal se inicia en el momento de escribir estas páginas, y que realizará la transposición de la MIFID, proporciona un excelente punto de partida para la aclaración de los puntos oscuros que todavía persisten en cuanto a la interpretación y aplicación de la Directiva y que condicionan de manera severa los trabajos de implementación que deben desarrollar las entidades de crédito.

# LOS DERECHOS ESPECIALES DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO EN EL DERECHO ESPAÑOL

DRA. D.<sup>ª</sup> ISABEL RODRÍGUEZ MARTÍNEZ

*Profesora Titular de Derecho Mercantil  
CEU-Cardenal Herrera*

---

## SUMARIO

- I. EL SISTEMA DE COMERCIO DE LOS DERECHOS DE GASES GEI Y EL PROTOCOLO DE KIOTO.
  - II. EL RECONOCIMIENTO LEGAL Y FUENTES DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - III. LA FUNCIÓN DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - IV. EL TÍTULO CONSTITUTIVO DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - V. CLASES DE TITULARIDADES SOBRE EL DERECHO. LA OBLIGACIÓN LEGAL DEL ESTADO DE TRANSMITIR.
  - VI. LA ASIGNACIÓN INDIVIDUALIZADA DEL DERECHO APROBADO POR EL PLAN NACIONAL DE ASIGNACIÓN.
  - VII. EL PERMISO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO. DISTINCIÓN FRENTE AL DERECHO DE EMISIÓN.
  - VIII. EL OBJETO DEL DERECHO: LA EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - IX. CONTENIDO DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - X. CARACTERES DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - XI. NATURALEZA JURÍDICA DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - XII. RÉGIMEN DE TRANSMISIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO.
  - XIII. CONSIDERACIONES FINALES.
-

## I. EL SISTEMA DE COMERCIO DE LOS DERECHOS DE GASES GEI Y EL PROTOCOLO DE KIOTO

Tras la entrada en vigor del Protocolo de Kioto para contener el cambio climático como objetivo asumido por la comunidad internacional<sup>(1)</sup>, los augurios más pesimistas acerca de la condición de España, como uno de los países adheridos con mayores emisiones, se han cumplido sobradamente<sup>(2)</sup>. Las previsiones menos halagüeñas se han hecho realidad con carácter general para los

---

(1) En junio de 1988, y coincidiendo con una época de sequedad y calor extraordinarios, el científico de la NASA James Hansen, declaró ante el Congreso de los EEUU que existía una fuerte “relación causa-efecto” entre las altas temperaturas y la emisiones humanas de ciertos gases en la atmósfera. Hansen desarrollaría un modelo informático que predecía una elevación de la temperatura media global del planeta, entre 1988 y 1997, de casi medio grado centígrado. Poco después, una gran parte de la comunidad científica llegaría a un acuerdo común en torno a la idea de que el incremento de la concentración de gases efecto invernadero en la atmósfera terrestre estaba provocando alteraciones en el clima, sobre la base de los informes de los expertos sobre cambio climático y nuevas predicciones para el siglo XXI que, ya en ese momento, señalaban un aumento global de las temperaturas, frecuencia de fenómenos climáticos extremos, etc.

La respuesta ante este fenómeno no se hizo esperar en la comunidad internacional, que reunida en un entorno de preocupación generalizada por las terribles consecuencias derivadas del cambio climático y sus efectos e implicaciones y, con ciertos visos de previsión futura, propició la organización por las Naciones Unidas del Panel Intergubernamental del Cambio Climático (IPPC) y que sirvió de marco al acuerdo de reducir la emisión de gases de efecto invernadero (GEI), se materializó en dos instrumentos jurídicos: la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, adoptada en 1992, cuya entrada en vigor se produjo en 1994, y el Protocolo de Kioto que da contenido concreto a las prescripciones genéricas de la Convención.

La Convención, ratificada por 186 países, tiene como objetivo final la reducción del nivel de las emisiones humanas en, al menos, el 5% por debajo de los niveles de emisión de 1990 para el período de compromiso comprendido entre el año 2008 y 2012, estableciéndose diferentes objetivos de reducción en porcentaje para los distintos países.

(2) Las emisiones españolas han estado y están muy por encima del compromiso asumido ante la Unión Europea como consecuencia de que la economía española ha venido experimentando un crecimiento elevado y constante a lo largo de los últimos años, con un incremento del PIB del 36% en el período 1999-2002 y, en consecuencia, del consumo nacional de energía que ha crecido también de forma significativa dando lugar a un incremento considerable de las emisiones. España arrastra un volumen de emisiones incontenible. En 2001, las emisiones de gases relacionadas con el efecto invernadero en España se situaron un 33,7% por encima de las existentes en 1990, arrastrando ya un importante déficit del compromiso asumido [ARIÑO ORTIZ (Dir.), *Protocolo de Kioto y Sector Eléctrico. El comercio de derechos de emisión*, Comares, Granada, 2004, p. 10]. Por sectores, el energético aumentó en 2005 un 61,5% respecto a 1990; el del cemento, industria química y metalúrgica, un 30,3% más que en 1990; los disolventes, un 9,1% más que hace 15 años; la agricultura y ganadería han aumentado un 20% en el período, y los residuos, un 64% más que en 1990.

Estados miembros de la UE con economías avanzadas, pero sobre todo para España, cuyas instalaciones afectadas deberán adquirir derechos de emisión suficientes como para cubrir las emisiones de millones de toneladas de CO<sub>2</sub>, lo que supondrá un desembolso para las empresas españolas afectadas de, como mínimo, 3.500 millones de euros en los próximos cinco años.

Sin embargo, y pese al impacto económico que sobre la economía y empresas españolas tiene el cumplimiento del Protocolo de Kioto, con un volumen de negocio estimado de derechos de emisión de alrededor de 100 millones de toneladas, solamente en nuestro país, son escasos los análisis que tratan de enfocar y centrar el estudio en el instrumento económico sobre el que gira el régimen especial sobre comercio de derechos de emisión de gases GEI. La finalidad de este trabajo es, por tanto, delimitar el derecho de emisión de dióxido de carbono en cuanto derecho subjetivo que otorga a su titular una serie de facultades, en definitiva, en cuanto derechos expresión de una relación jurídica, con un contenido y alcance concretos. Este enfoque es ciertamente relevante pues, por un lado, permite perfilar la configuración jurídica de este nuevo instrumento, y, por otro, entender el alcance de este nuevo régimen que convierte al derecho de emisión de dióxido de carbono, en cuanto derecho subjetivo, en objeto de transmisión y de negociación en el mercado.

El origen del reconocimiento de los derechos de emisión de gases GEI en nuestro Derecho se enmarca en las obligaciones asumidas por la Unión Europea en la ratificación del Protocolo de Kioto. El Protocolo de Kioto constituye, sin duda, un hito de política medioambiental innovador en cuanto al grado de flexibilidad pues, aunque limitador de los niveles máximos de emisión, propone a elección de los países, una serie de medidas y políticas con la finalidad de promover y facilitar el cumplimiento de los compromisos cuantificados de limi-

---

En 2006 las emisiones de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) aumentaron un 52,88% respecto a las cifras de 1990. El Protocolo de Kioto establece en un 15% el límite de incremento de las emisiones para España, que supera en un 37% lo que marca la ley. Las empresas españolas tendrán un enorme costo adicional si desean evitar las sanciones por emisiones excenduntarias: se calcula que alrededor de un mínimo de 3.500 millones de euros en los cinco años siguientes se emplearán en comprar derechos de emisión a otros países.

Sin embargo, el crecimiento económico español no ha sido el único causante. Otras causas coadyuvantes son, por un lado, la sequía que vivió España en 2005 y que produjo una disminución del 40% del consumo de energía hidráulica (una de las menos contaminantes) y, por otro, un importante crecimiento de la actividad económica basado en la construcción, un sector muy contaminante. A ello hay que añadir el espectacular aumento de la población en España en los últimos años y una ausencia de planes para paliar los efectos del cambio climático, entre otros aspectos.

Respecto a las emisiones de CO<sub>2</sub>, en el último año aumentaron un 4,41% respecto al año anterior, pero si se toma en cuenta el período 1990-2005, éstas se han incrementado un 61,97%, pasando de 228 millones de toneladas en el año 1990 a los 370 millones de toneladas emitidas en 2005. El límite establecido por Kioto es de 332 toneladas anuales.

tación y reducción de emisiones<sup>(3)</sup>. Así, además de recomendarse el fomento del desarrollo sostenible, la promoción de “sistemas agrícolas sostenibles a la luz de las consideraciones del cambio climático” o la reducción de las deficiencias del mercado y de cualquier incentivo fiscal o libertad comercial que pueda ser considerada contraria al fin último e incuestionable de un desarrollo sostenible sin cambios climáticos, pone a disposición de los países firmantes varios mecanismos de flexibilidad, que facilitan el cumplimiento de los objetivos fijados en el Protocolo de Kioto<sup>(4)</sup>.

Los tres mecanismos de flexibilidad, que se recogen en los artículos 17, 6 y 12, son, respectivamente, el *comercio internacional de emisiones*, las *actividades de aplicación conjunta* y el *mecanismo de desarrollo limpio*<sup>(5)</sup>, y se caracterizan por permitir la instrumentación de las reducciones mediante el intercam-

---

<sup>(3)</sup> Para lograr la limitación en las emisiones de dióxido de carbono, metano, óxido nitroso, hidrofluorocarbonados, perfluorocarbonados y hexafluoruro de azufre, el Protocolo prevé una serie de instrumentos ideados para permitir a los distintos países el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el mismo. Estas políticas son: el fomento de la eficiencia energética en los sectores pertinentes de la economía; protección y mejora de los sumideros y depósitos de los gases de efecto invernadero no controlados por el Protocolo de Montreal; promoción de prácticas sostenibles de gestión forestal, forestación y reforestación; promoción de modalidades agrícolas sostenibles a la luz de las consideraciones del cambio climático; investigación, promoción y desarrollo del uso de formas nuevas y renovables de energía, tecnologías de secuestro del CO<sub>2</sub> y otras tecnologías avanzadas y novedosas que sean ecológicamente racionales; reducción progresiva o eliminación de las deficiencias del mercado, los incentivos fiscales, las exenciones tributarias y arancelarias, y las subvenciones contrarias al objetivo de la Convención; en los sectores emisores de gases de efecto invernadero y aplicación de instrumentos de mercado; fomento de reformas apropiadas en los sectores pertinentes con el fin de promover unas políticas y medidas que limiten o reduzcan las emisiones de los gases de efecto invernadero no controlados por el Protocolo de Montreal; medidas para limitar y/o reducir las emisiones de los gases de efecto invernadero no controlados por el Protocolo de Montreal en el sector del transporte así como la limitación y/o reducción de las emisiones de metano (CH<sub>4</sub>) mediante su recuperación y utilización en la gestión de desechos, y en producción, transporte y distribución de energía.

<sup>(4)</sup> Véase ARIÑO ORTIZ, G., ROVIRA DAUDÍ, M.<sup>a</sup> J. y ARIÑO GUTIÉRREZ, A., *Protocolo de Kioto y Sector eléctrico. El comercio de derechos de emisión*, Comares, Granada, 2004, pp. 2 y 3.

<sup>(5)</sup> Sobre los mecanismos de flexibilidad en el Protocolo de Kioto, véase PADRÓN FUMERO, N., “Los mecanismos de flexibilización en el marco del cambio climático”, en *Revista mensual de Gestión Ambiental*, enero 2001, núm. 25, pp. 3-14 y YÁBAR STERLING, A., “La aplicación de los mecanismos derivados del Protocolo de Kioto para mitigar los efectos del cambio climático. Balance de situación en el mundo, en la Unión Europea y en España”, en *Noticias de la Unión Europea*, febrero 2001, núm. 193, pp. 125-141.

bio con otros países<sup>(6)</sup>. Estos instrumentos permiten que los países obligados por un compromiso de reducción de emisiones con una cantidad atribuida de éstas, puedan transmitir las cantidades previamente asignadas y no consumidas<sup>(7)</sup> y <sup>(8)</sup>.

En primer lugar, el Protocolo de Kioto propone el *mecanismo para un desarrollo limpio (MDL)* en su artículo 12, como instrumento dentro de una política de prevención e innovación, que fomenta la inversión por países desarrollados en proyectos de reducción de emisiones o de fijación de carbono en otros países en desarrollo. En definitiva, este mecanismo permite al receptor (país subdesarrollado) una transferencia de tecnología limpia y la reducción de sus emisiones, y al país inversor añadir a sus cuentas aquella parte de derechos correspondientes a las emisiones no verificadas en el país de aplicación del proyecto y, por ende, el cumplimiento de sus compromisos adquiridos en el Protocolo mediante el uso de los derechos de emisión añadidos. Como resultado de la aplicación de este sistema, el país del Anexo I del Protocolo de Kioto que invierta en este tipo de proyectos de reducción obtendrá títulos certificados por la reducción de las emisiones (RCE o Certified Emission Reduction o CER) que resulten de la financiación/implantación de un proyecto en un país no incluido en el Anexo I del Protocolo de Kioto.

---

(6) GUTIÉRREZ FRANCO, Y., “El sistema europeo de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Análisis de la propuesta de Directiva europea de 23 de octubre de 2001”, en *Noticias de la Unión Europea*, 2003, núm. 223, p. 58.

(7) Véase PADRÓN FUMERO, N., “Los mecanismos de flexibilización en el marco del cambio climático”, en *Revista Mensual de Gestión Ambiental*, agosto-septiembre, 1999, p. 18.

(8) Junto a estos mecanismos el Protocolo permite a los estados, mientras legislan y toman medidas para hacer frente al calentamiento de la tierra, adoptar estrategias que premien e incentiven el uso de fuentes de energía renovables, y, en otros casos, también medidas que resultan un tanto extravagantes como la plantación de árboles con los que equilibrar la cantidad de emisión permitida. La funcionalidad de medidas como la reforestación de árboles radica en que los bosques absorben el dióxido de carbono de la atmósfera terrestre, contribuyendo así a las políticas de reducción y limitación de emisiones de gases de efecto invernadero (artículo 3.3 del Protocolo de Kioto).

El Protocolo de Kioto establece la posibilidad de que los países reciban títulos por el carbono absorbido por bosques, suelos y otros sumideros restringidos a las actividades de forestación, reforestación y deforestación (FRD), que se deban a la acción humana y realizadas con anterioridad al 1 de enero de 1990. Las actividades posteriores podrán computar, según el artículo 3.4 del Protocolo de Kioto, en los períodos de cumplimiento siguientes al primero, es decir, a partir de 2012. Pero para ello, las reducciones por esta vía deberán ser sometidas a un cálculo más o menos exacto en función de la capacidad de almacenamiento o captura de carbono de los bosques en tiempo (véase ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “El papel de los bosques en el Protocolo de Kioto”, ob. cit., p. 5).

El segundo de los instrumentos previstos en el Protocolo de Kioto en su artículo 6 es el conocido como *implementación o aplicación conjunta (IC) (AC)* <sup>(9)</sup>. Este mecanismo es similar al de desarrollo limpio (MDL) pero con la singularidad de que a través de él los países desarrollados que inviertan en proyectos de otros países también desarrollados por virtud de compromisos cuantitativos de reducción, obtienen mediante transferencia operada de las cuentas de los países receptores de dichos proyectos las unidades de emisión que se deduce el país inversor, y, en consecuencia, la transferencia de reducciones de emisión originadas por proyectos conjuntos. Los títulos transmitidos a través de este mecanismo son los llamados unidades de reducción de emisiones (URE o Emission Reduction Units o ERU).

Pero sin duda, de entre los distintos mecanismos de flexibilidad, destaca, por su impacto económico en nuestro país, el *comercio de las emisiones de gases GEI*. Su finalidad no es otra que servir de instrumento a los países para “saldar” la deuda originada frente al resto por el exceso o la sobreproducción de emisiones de gases GEI, partiendo siempre de la premisa de que la liberación de gases de carácter antropógeno es contraria al Protocolo de Kioto <sup>(10)</sup>. En efecto, y como señala el artículo 17 del Protocolo de Kioto, las partes firmantes podrán participar en el comercio de los derechos de emisión de gases GEI, con el fin de cumplir los objetivos marcados por el artículo 3 del citado Protocolo <sup>(11)</sup>.

El sistema de comercio de gases GEI tiene por objeto la negociación de los denominados derechos de emisión de gases GEI (*Assigned Amount Units* o AAUS), inicialmente asignados y distribuidos por industrias o sectores, y

---

<sup>(9)</sup> Sólo los países elegibles, es decir, los que cumplen con todas sus obligaciones resultantes del Protocolo de Kioto, tales como las de información de inventarios de gases de efecto invernadero (artículo 7 PK), y de comunicaciones relativas a las políticas adoptadas para frenar el cambio climático (artículo 5 PK), pueden transferir unidades de reducción del PK desde su registro nacional.

<sup>(10)</sup> Sin duda, el instrumento consistente en la posibilidad de establecer mercados de derechos de emisión de gases de efecto invernadero es uno de los más interesantes para los Estados comprometidos, pese a que en el Protocolo de Kioto sólo tiene un papel complementario al resto de medidas nacionales adoptadas y tendentes al cumplimiento de los compromisos de limitación y reducción de las emisiones (artículo 17 del Protocolo).

<sup>(11)</sup> En concreto, establece el artículo 17 del Protocolo de Kioto que “las Partes incluidas en el Anexo B podrán participar en operaciones de comercio de los derechos de emisión a los efectos de cumplir sus compromisos dimanantes del artículo 3. Toda operación de este tipo será suplementaria a las medidas nacionales que se adopten para cumplir los compromisos cuantificados de limitación y reducción de las emisiones dimanantes de este artículo.”

permite asignar a las empresas cuotas para sus emisiones de gases de efecto invernadero que, posteriormente, pueden intercambiar con otras empresas. El total de esas cuotas asignadas a las empresas que participan en el plan, denominadas “contingentes”, “permisos”<sup>(12)</sup> o “topes”, representan el límite global permitido para alcanzar el beneficio medioambiental previsto en aquél. Una de las ventajas de este mecanismo frente a los anteriores es precisamente la certeza del resultado desde la perspectiva medioambiental.

El Protocolo de Kioto implanta un sistema de comercio internacional de derechos de emisión en relación con los seis gases de efecto invernadero y los sumideros. Sin embargo, en junio de 1998 la Comisión anunció su intención de crear un régimen interno de comercio de derechos de emisión de gases GEI en el ámbito de la Comunidad Europea<sup>(13)</sup>, con el objeto de que coexistan los sistemas internos y el sistema de comercio internacional de derechos de emisión del Protocolo.

Así pues, la Unión Europea, en cumplimiento de los objetivos impuestos por el Protocolo tras su adhesión al mismo, decidió un reparto de la carga consistente en recortar sus emisiones netas de gases GEI en un 8% por debajo de los niveles de 1990, para el quinquenio 2008-2012<sup>(14)</sup>, asumiendo a tal fin su cumplimiento, mediante la aprobación de la Directiva 2003/87/CE del Par-

---

(12) El concepto de “permisos” está bien establecido en política ambiental, sobre todo en lo que respecta a la aplicación de normas técnicas en los campos del tratamiento de los residuos y de la contaminación acuática y atmosférica. La Directiva 96/61/CE del Consejo, de 24 de septiembre de 1996, relativa a la prevención y control integrados en la contaminación, forma parte de esa reglamentación, si bien las normativas no pueden garantizar un resultado medioambiental predeterminado ya que el número de nuevas instalaciones industriales —y, por tanto, de las emisiones totales— puede ser superior al previsto, aunque todas sean conformes a las normas técnicas más estrictas.

(13) Sobre la base de la creación de un régimen interno de comercio de derechos de emisión rezaban las múltiples ventajas que desde el punto de vista empírico permitirían a la Comunidad estar mejor preparada para iniciar el comercio internacional de derechos de emisión a partir de 2008 con arreglo al Protocolo de Kioto, ya que dicha práctica les permitiría una mayor familiarización con el manejo del instrumento y, consecuentemente, un considerable margen de ventaja.

(14) El objetivo de reducción global para la Unión Europea fue del 8%, cifra que posteriormente fue objeto de distribución entre sus distintos Estados miembros en el *Burden Sharing Agreement o Acuerdo de reparto de la carga*, por el que se acordó el compromiso global para todos los Estados miembros de repartir y redistribuir los objetivos fijados en virtud del Protocolo y asumidos por la Unión Europea, estableciéndose además los límites de cada Estado y, en concreto, los de España, que podría incrementar sus emisiones, como máximo, en un 15%, respecto de los niveles de 1990, hasta 2012.

El 40,7% del total de las emisiones de gases de efecto invernadero las realizan las industrias y sectores regulados en la Directiva del comercio de emisiones, mientras que el 59,3% restante procede de las llamadas emisiones difusas, es decir, aquellas emisiones difícilmente

lamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece el régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad<sup>(15)</sup>, que modifica a su vez la Directiva 96/61/CE<sup>(16)</sup>.

En trasposición de la Directiva de régimen para el comercio de derechos de emisión de gases GEI, el Gobierno español aprobó en un primer momento el Real Decreto-Ley 5/2004, de 27 de agosto, por el que se regula el régimen del comercio de emisión de gases de efecto invernadero y, posteriormente, la Ley 1/2005, de 9 de marzo, reguladora del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero<sup>(17)</sup>, de la que deriva su régimen jurídico.

No obstante, y pese a que la Directiva se extiende a las emisiones de todos los gases de efecto invernadero<sup>(18)</sup>, el ámbito objetivo del régimen de comercio

---

controlables como el transporte o las producidas por los hogares, pero también otros sectores industriales como el químico y la metalurgia no férrea, el sector alimentario, la gestión de residuos, el sector servicios, el residencial, la agricultura y la ganadería. En definitiva, en el año 2000 de 387 millones de toneladas de emisiones de GEI generadas, 229,4 millones fueron producidas por sectores no cubiertos por la Directiva, mientras que 157,3 millones de toneladas lo fueron por los sectores cubiertos por la Directiva, correspondiendo 90,5 millones al sector eléctrico.

(15) La Directiva es el resultado de la propuesta de la Comunidad anunciada en 1998 [COM (1998) 353 final, de 3 de junio de 1998 “El cambio climático: Hacia un estrategia post-Kioto”].

(16) A través de la Directiva 2003/87/CE, la Unión Europea establece un régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero con vistas a reducir sus emisiones en la Comunidad de forma económicamente ventajosa. Con ayuda de este régimen, la Comunidad y los Estados miembros pretenden respetar los compromisos de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero contraídos en el marco del Protocolo de Kioto. Las instalaciones que realizan actividades en los sectores de energía, producción y transformación de metales férreos, industrias minerales, fabricación de pasta de papel, papel y cartón están sujetas obligatoriamente a este sistema de comercio de derechos.

(17) El régimen de comercio de los derechos de emisión de gases GEI aplicable a España, al igual que el resto de los Estados miembros de la Unión Europea, es un régimen interno adaptado al sistema global del Protocolo de Kioto, que se presenta como medida interna adoptada con el fin de permitir a cada uno de los Estados miembros cierta experiencia empírica en relación con el comercio de derechos de emisión de gases GEI impuesto con carácter internacional por el Protocolo de Kioto.

(18) En concreto la Directiva sobre comercio de derechos de emisión, que entró en vigor en octubre de 2003, abarca las emisiones de los gases de efecto invernadero establecidos en el Protocolo de Kioto, siempre que éstas sean generadas por determinadas actividades industriales tales como la energética (centrales termoeléctricas, refino de petróleo), la siderúrgica, cemento y cal, minerales no metálicos (vidrio y cerámica) y la papelera, y su titular cuenta con un “permiso de emisión de gases de efecto invernadero” como condición previa para poder emitir gases de sus instalaciones.

de derechos español, a través de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, se centra en las emisiones de dióxido de carbono generadas por las actividades relacionadas en su Anexo I que superen los umbrales de capacidad que en él se establecen. En síntesis, las actividades enumeradas y afectadas sometidas al régimen citado son aquellas que constituyen grandes focos de emisión en sectores tales como la generación de electricidad, el refino, la producción y transformación de metales ferreos, cemento, cal, vidrio, cerámica, pasta de papel, papel y cartón. Ello significa que el régimen del comercio de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero español queda reducido, en un primer período, a las emisiones de dióxido de carbono como resultado de las actividades antes citadas.

## II. EL RECONOCIMIENTO LEGAL Y FUENTES DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

El origen de la regulación de los derechos de emisión de dióxido de carbono en nuestro ordenamiento jurídico se encuentra en el artículo 3.1 del Protocolo de Kioto por el que se impone que “Las Partes incluidas en el Anexo I se asegurarán, individual o conjuntamente, de que sus emisiones antropogénicas agregadas, expresadas en dióxido de carbono equivalente, de los gases de efecto invernadero enumerados en el Anexo A<sup>(19)</sup> no excedan de las cantidades atribuidas a ella, calculadas en función de los compromisos cuantificados de limitación y reducción de las emisiones consignados para ellas en el Anexo B y de conformidad con lo dispuesto en el presente artículo, con miras a reducir el total de sus emisiones de esos gases a un nivel inferior en no menos de 5% al de 1990 en el período de compromiso comprendido entre el año 2008 y 2012”.

Con la ratificación del Protocolo de Kioto, cada uno de los países firmantes del mismo asumió, consecuentemente, en el ejercicio de la soberanía que le es propia y reconocida, la obligación internacional de limitar y reducir sus emisiones. A tal fin la Unión Europea se decantó por el juego de las compensaciones, también conocido como *offset*, por virtud del cual cada uno de sus Estados miembros quedaba obligado internacionalmente a no sobrepasar en conjunto el techo o límite de emisión asumido por aquella, si bien permitiéndolo-

---

(19) El Protocolo de Kioto catalogó seis gases que influyen de manera significativa en el calentamiento global del planeta: dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>), metano (CH<sub>4</sub>), óxido nitroso (N<sub>2</sub>O), compuestos perfluorocarbonados (PFC), compuestos hidrofluorocarbonados (HFC) y hexafluoruro de azufre (SF<sub>6</sub>). Sin embargo, no se tuvo en cuenta otra sustancia que también influye en el calentamiento, como es el vapor de agua. Los parámetros para medir la influencia de cada una de estas sustancias se han homogeneizado, de forma que sus efectos se expresan en cantidades de dióxido de carbono equivalente. Sin embargo, no todos los gases de efecto invernadero producen el mismo efecto e impacto en la atmósfera.

se entre ellos el intercambio y transferencia de los correspondientes derechos de emisión. A la aplicación del juego de las compensaciones debe su origen el actual mercado europeo de derechos de emisión de gases GEI.

En concreto, la obligación asumida por la Unión Europea, al ratificar el Protocolo de Kioto en la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático el 30 de mayo de 2002, y articulada en la Directiva 2003/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad, fue objeto de transposición al ordenamiento jurídico español mediante el Real Decreto-Ley 5/2004, de 27 de agosto, por el que se regula el régimen del comercio de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero y la posterior Ley 1/2005, de 9 de marzo, reguladora del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

Como resultado de la normativa de transposición, se otorga en nuestro ordenamiento jurídico carta de naturaleza y reconocimiento legal al régimen limitativo de los derechos de emisión de dióxido de carbono, como instrumento al servicio del cumplimiento de la obligación asumida por España frente a la Unión Europea, consistente en la reducción de las emisiones de dióxido de carbono en nuestro país.

El nuevo sistema tiene como fundamento legal el cumplimiento de la obligación que España ha asumido con la ratificación del Protocolo de Kioto por la Unión Europea, y la legitimidad constitucional de su régimen restrictivo y sancionador radica en el artículo 45 de la Constitución Española de 1978, en virtud del cual no sólo se reconoce el derecho de la colectividad de disfrutar de un medio ambiente adecuado, sino también el deber del Estado de defender y conservar los recursos naturales y la constitucionalidad de las sanciones penales o administrativas, que en los términos que la ley fije, se impongan a quienes infrinjan las normas penales o administrativas<sup>(20)</sup>. El derecho de emisión de dióxido de carbono se convierte en el instrumento que otorga a su titular la facultad de realizar una emisión de dióxido de carbono a la atmósfera permitida por el Estado, en consonancia con el régimen restrictivo reconocido por el Real

---

(20) En concreto, el artículo 45 de la Constitución Española de 1978 establece que “1. Todos tienen el derecho a disfrutar de un medio ambiente adecuado para el desarrollo de la persona, así como el deber de conservarlo.

2. Los poderes públicos velarán por la utilización racional de todos los recursos naturales, con el fin de proteger y mejorar la calidad de la vida y defender y restaurar el medio ambiente, apoyándose en la indispensable solidaridad colectiva.

3. Para quienes violen lo dispuesto en el apartado anterior, en los términos que la Ley fije se establecerán sanciones penales o, en su caso, administrativas, así como la obligación de reparar el daño causado”.

Decreto-Ley 5/2004, de 27 de agosto y la Ley 1/2005, de 9 de marzo, reguladora del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

En conclusión, tanto la limitación en la emisión de gases a la atmósfera impuesta a los operadores, con la consiguiente sanción administrativa resultado de la infracción administrativa por su incumplimiento, como la creación legal de los derechos de emisión de dióxido de carbono, que serán transmitidos a los titulares de instalaciones con permiso de emisión, son expresión directa del mandato constitucional del artículo 45 de la CE dirigido al Estado de velar por la utilización racional de todos los recursos naturales. En este sentido, el derecho de emisión de dióxido de carbono, de contenido legalmente determinado, otorga a su titular la prerrogativa de emitir dióxido de carbono frente a la prohibición de emisión libre de dióxido de carbono impuesta a los empresarios en el ejercicio de su actividad empresarial, que encuentra su fundamento legal en la Ley 1/2005, de 9 marzo y el Real Decreto-Ley 5/2004, de 27 de agosto.

### III. LA FUNCIÓN DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

El derecho de emisión de gases GEI constituye un instrumento económico que facilita el cumplimiento de las obligaciones impuestas a los titulares de instalaciones sometidos a la limitación y control de sus emisiones, mediante el otorgamiento de “permisos”<sup>(21)</sup> que aligeran económicamente la obligación de reducir las emisiones<sup>(22)</sup>. Estos permisos o *allowances* confieren a su titular la capacidad para emitir gases GEI a la atmósfera sin pagar por esa emisión, y eximirse de la obligación derivada del principio inspirador del Protocolo de Kioto de que “quien contamina paga”.

El uso de este mecanismo permite a las empresas superar su cuota de emisiones a condición de que encuentren otra que, habiendo emitido una cantidad de gases inferior al límite máximo permitido, esté dispuesta a ceder su cuota sobrante. Por otro lado, ofrece a los países desarrollados con compromisos que limitan sus emisiones la posibilidad de comerciar con unidades de emisión, adquiriendo derechos de quien tiene un derecho o permiso de emisión

---

(21) TIETENBERG, TH., *Emissions Trading: An Exercise in reforming Pollution Policy* 9, 1985.

(22) Los costes asociados al cumplimiento del Protocolo de Kioto para las empresas pueden llegar a ser excesivamente onerosos. Por eso, los derechos de emisión son un instrumento especialmente diseñado para facilitar el cumplimiento de las obligaciones (Sobre la relación coste-efecto de los derechos de emisión, véase GOLDSCHHEIN, P.S., “Going Mobile: Emissions Trading Gets a Boost From Mobile Source Emission Reduction Credits”, en *UCLA J. Environmental Law and Policy*, 225, 1994-1995, pp. 231-232).

excedentario y desea transferirlo. Por ello, quienes logren reducir sus emisiones por debajo de la capacidad que los derechos de emisión les permiten emanar, podrán transmitir los excedentarios a los países que consideren difícil u oneroso satisfacer sus objetivos. En definitiva, el vendedor consigue un estímulo para reducir sus emisiones y el comprador puede más fácilmente cumplir con su compromiso <sup>(23)</sup>.

El resultado medioambiental global es el mismo que si ambas empresas consumiesen exactamente sus cuotas, pero con la importante diferencia de que tanto la empresa compradora como la vendedora se benefician de la flexibilidad que aporta el sistema de intercambio, sin ningún perjuicio para el medio ambiente. Gracias al mecanismo de intercambio, ambas empresas reducen sus costes de adecuación a la normativa, pues mientras la empresa vendedora recibe un pago por las cuotas transferidas, la compradora se ahorra los costes imprevistos al respetar las cuotas asignadas inicialmente. Por su parte, la reasignación de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero excedentarios en el mercado permite asimismo a las demás empresas valorar mejor las oportunidades de negocio que presenta el intercambio y el lucro potencial que pueden obtener participando en este mercado y, en definitiva, al fomentar la competencia entre empresas, el sistema de comercio de derechos de emisión promueve e incentiva en última instancia la utilización de tecnologías ecológicamente racionales.

En definitiva, la principal lógica económica del comercio de derechos de emisión radica en el uso de mecanismos de mercado para lograr que las reducciones necesarias para alcanzar un resultado medioambiental predeterminado se efectúen allá donde sea más barato. Y en esa racionalidad del mercado, el derecho de emisión de gases GEI, demuestra ser un instrumento idóneo para que las empresas de los estados comprometidos rebajen el coste que supone el

---

<sup>(23)</sup> Según las previsiones del Ministerio de Medio Ambiente, para el período de 2008 a 2012 España superará en un 52% las previsiones de Kioto, lo que obligaría a nuestro país a comprar unas 20 toneladas anuales en el mercado. Pero según las previsiones de Industria que tienen en cuenta los nuevos planes energéticos, y que según las organizaciones ecologistas tienen más visos de cumplirse, las toneladas a comprar cada año ascenderían a 100.

Cada tonelada de más debe ser “comprada”, bien en los mercados de excedentes de CO<sub>2</sub>, donde actualmente el precio está en torno a menos de un euro por tonelada, o bien invirtiendo en mecanismos de desarrollo limpio en países menos desarrollados, donde el coste está actualmente entre 5 y 10 euros por tonelada. En el caso de no comprar derechos de emisiones la multa que impone la Unión Europea, se encuentra establecida en 100 euros por tonelada. En el mejor de los escenarios, esta compra supondría para España unos 3.500 millones de euros en cinco años. Pero esa cifra sólo sería posible adquiriendo cada tonelada a 5 euros. El escenario más realista se sitúa en torno a los 6.000 millones, pero los más catastrofistas hablan incluso de 15.000 millones a pagar en 5 años.

cumplimiento del Protocolo destinado a la inversión en políticas de reducción y limitación de gases de efecto invernadero, en la medida en que el conjunto de derechos de emisión de gases de efecto invernadero excedentarios no utilizados en el período de compromiso por las empresas podrá ser transmitido y adquirido por quienes los demanden en el mercado. Con ello el sistema de comercio de derechos de emisión alcanza su objetivo de potenciar la eficiencia de las empresas en la limitación de sus emisiones, quienes obtendrán una ventaja económica derivada, bien del precio de la venta de sus derechos excedentarios, bien de su política de restricción de emisiones.

#### IV. EL TÍTULO CONSTITUTIVO DE LOS DERECHOS DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

Una de las cuestiones fundamentales que plantea el régimen de los derechos de emisión de dióxido de carbono previsto en la Ley 1/2005, de 9 de marzo, es precisamente la de determinar el título constitutivo del derecho de emisión en cuanto derecho subjetivo que otorga a su titular un haz de facultades predeterminadas legalmente.

Aun a pesar de la diversidad de títulos constitutivos del derecho, el régimen español de comercio de los derechos de emisión tiene como pieza central el Plan Nacional de asignación, marco de determinación exacta del número de derechos de emisión que el Estado crea o asigna por cada período. En este sentido, se pronuncia el artículo 14.1 de la Ley 1/2005 al establecer que “(e)l Plan Nacional de asignación, teniendo en cuenta las obligaciones internacionales de reducción de emisiones asumidas por España, así como el principio de suplementariedad recogido en el Protocolo de Kioto a la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático y su normativa de desarrollo, debe establecer para cada uno de los períodos de vigencia: a) el número total de derechos de emisión que se prevé asignar (...)”.

En definitiva, y de acuerdo con el mencionado artículo, el derecho de emisión nace desde el mismo momento en que es identificado por el poder público, en coherencia con el mercado *cap and trade* <sup>(24)</sup> comunitario de dere-

---

(24) En el sistema de creación de derechos de emisión existe un límite total de emisiones a asignar combinado con la distribución procuota de dicho límite a cada emisor que será titular de un número determinado de derechos (véase GODARD, O., *Domestic transferable permits for environmental management*, París, 2001, p. 19). En definitiva, los mercados *cap and trade* parten de las siguientes pautas:

- a) El establecimiento del límite máximo de emisiones permitidas en una zona determinada.
- b) La división o fraccionamiento de dicho límite de cuotas, fracciones, títulos o derechos.
- c) La asignación de las cuotas a los participantes en el mercado, de manera común o individual y la previsiones para los nuevos entrantes en el sistema.

chos de emisión de gases GEI, en el que cada Estado miembro crea los derechos de emisión que serán objeto de negociación<sup>(25)</sup>.

Sin embargo, aunque todos los derechos de emisión de dióxido de carbono tienen un contenido similar, esto es, otorgar a su titular un derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono, su origen puede ser diverso.

El nacimiento del derecho tendrá a menudo su origen en el correspondiente Plan Nacional de asignación español [artículo 20.6.a) de la Ley 1/2005], a través del cual el Gobierno establece el número o cantidad total de derechos que se prevé asignar para cada uno de los concretos períodos [artículos 14.1 y 20.6.a) de la Ley 1/2005], y su específica asignación a cada uno de los titulares de instalaciones se realiza a través de la asignación individualizada regulada en el artículo 19 de la Ley 1/2005.

Pero, por otra parte, el origen del derecho de emisión puede radicar en un Plan Nacional de asignación de otro Estado miembro de la UE; en la creación legal de un tercer país con compromiso de reducción o limitación de emisiones que sea Parte en el Protocolo de Kioto a la Convención Marco de Naciones Unidas de Cambio Climático, con reconocimiento en un instrumento internacional o una reducción certificada de emisión o, finalmente, una unidad de reducción de emisiones procedentes de los mecanismos de desarrollo limpio o de aplicación conjunta que sea expedida de conformidad con lo establecido en la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático, el Protocolo de Kioto y su normativa de desarrollo y sea reconocida a los efectos de cumplir con la obligación prevista en el artículo 4.2.f) (artículo 20.6 de la Ley 1/2005).

Con carácter general, el título constitutivo del derecho de emisión cuyo origen derive del Plan Nacional de asignación aprobado por el Gobierno español, lo constituye el real decreto aprobado por el Gobierno. Desde la aprobación del correspondiente real decreto, acto de creación del derecho de emisión, hasta la asignación individualizada por titulares de instalaciones con autorizaciones o permisos de emisión, los derechos de emisión corresponden al Estado. Se trata,

---

(25) La creación de los títulos por el Estado se realiza previa evaluación por los poderes públicos del nivel de emisiones que se puede permitir en la zona, midiendo con precisión los niveles adecuados para conseguir convertirlos en recursos escasos en el mercado (véase ACKERMAN, B. y STEWART, R.B., "Reforming environmental law", en *Stanford Law Review*, núm. 37, 1985, pp. 1-34). Un superávit en el mercado de derechos de emisión, como resultado de una ingente creación de títulos por los Estados, puede provocar la caída del precio de los derechos en el mercado, como de hecho se pudo constatar en el primer semestre del año 2006 en el mercado comunitario.

por tanto, de derechos de naturaleza legal de titularidad inicial del Estado y será la asignación individualizada la que adjudique y determine la titularidad de los solicitantes.

Por tanto, el derecho de emisión derivado de un Plan Nacional de asignación tiene origen legal, por lo que la asignación individualizada, que será gratuita en los términos del artículo 16 de la Ley 1/2005, y se realizará mediante la correspondiente resolución emitida por el Consejo de Ministros, no es en sí misma título constitutivo del derecho de emisión, sino únicamente el título que legitima a su beneficiario a exigir del Estado el cumplimiento de la obligación de transmisión del derecho, siendo necesario para la transmisión contable de los derechos, la condición de beneficiario o adjudicatario de la resolución de asignación de derechos de emisión (artículo 19.4 y 5 en relación con el artículo 26.2 de la Ley 1/2005)<sup>(26)</sup>.

#### V. CLASES DE TITULARIDADES SOBRE EL DERECHO. LA OBLIGACIÓN LEGAL DEL ESTADO DE TRANSMITIR

El régimen especial regulador del comercio de derechos de emisión establece los pilares del funcionamiento de este mercado, con la intervención de distintos sujetos que ostentan la titularidad de aquellos derechos y que, en consecuencia, pueden participar en él. Sin embargo, el mismo régimen diferencia dos tipos de titularidades sobre los derechos de emisión de dióxido de carbono.

Por un lado, el artículo 20.2 de la Ley 1/2005 reconoce la titularidad originaria y necesaria del Estado sobre la totalidad de los derechos de emisión que figuren en cada Plan Nacional de asignación y, por otro, la titularidad necesaria, pero derivativa, de los sujetos afectados por el ámbito subjetivo del régimen especial de comercio de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero y, en definitiva, obligados al control de sus emisiones.

---

<sup>(26)</sup> Los apartados 4 y 5 del artículo 19 de la Ley 1/2005 establecen que “4. La resolución de asignación de derechos de emisión corresponde al Consejo de Ministros, realizado el trámite de información pública, previa consulta a la Comisión de coordinación de políticas de cambio climático, y a propuesta de los Ministerios de Economía y Hacienda, de Industria, Turismo y Comercio y de Medio Ambiente. 5. La resolución determinará la cantidad de derechos asignada a cada instalación durante el período de vigencia del Plan Nacional de asignación y su distribución anual. Transcurrido el plazo de tres meses sin haberse notificado resolución expresa, el interesado podrá entender desestimada su solicitud por silencio administrativo”.

Por otro lado, y como consecuencia de su carácter transmisible, el sistema favorece la existencia de otros sujetos titulares de los derechos de emisión<sup>(27)</sup>, cuya titularidad, que no viene impuesta legalmente sino como resultado de su acceso al mercado de derechos de emisión de dióxido de carbono y de su carácter transmisible (artículo 21 de la Ley 1/2005), tendría carácter voluntario. Es precisamente en este carácter transmisible en el que se basa e inspira el régimen especial de comercio de derechos de emisión de gases GEI, pues sólo a partir de aquél se alcanza, de una forma más o menos costosa o, si se quiere, más beneficiosa, la obligación de reducir las emisiones toda vez que facilita a los sujetos obligados a reducirlas un instrumento económico cuya transmisión sin restricciones en el mercado le otorgará determinados beneficios económicos.

Aun cuando el origen del derecho de emisión de dióxido de carbono es diverso, cuando nace de un Plan Nacional español de asignación su titularidad corresponde, tras su creación *ex lege* mediante el correspondiente Plan Nacional de asignación<sup>(28)</sup>, a la Administración General del Estado español<sup>(29)</sup>. Por tanto, la titularidad originaria del derecho de emisión de gases GEI con origen en un Plan Nacional de asignación español, corresponde al Estado (artículo 14.3 de la Ley 1/2005). En este sentido se expresa el artículo 20.2 de la Ley 1/2005 al reconocer al Estado la titularidad originaria del derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005. En consecuencia, es el Estado quien, tras determinar el nacimiento del derecho de emitir gases GEI, se encuentra legalmente obligado a transmitir los derechos de emisión de dióxido de carbono a favor de quienes, tras previa solicitud de asignación individualiza-

---

(27) De acuerdo con el artículo 21.1 de la Ley 1/2005 “los derechos de emisión podrán ser objeto de transmisión:

- a) Entre personas físicas o jurídicas.
- b) Entre las anteriores y personas físicas o jurídicas en terceros Estados, previo reconocimiento mutuo de los derechos de las partes firmantes en virtud de instrumento internacional”.

(28) El Plan Nacional de Asignación vigente es el aprobado por el Real Decreto 1866/2004, de 6 de septiembre, para el trienio 2005-2007. En cualquier caso, el objeto del Plan Nacional de asignación es establecer la cantidad total de derechos que se asigna a las instalaciones incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley de comercio de derechos de emisión, pero también incluye la metodología de cálculo para la asignación individual de derechos y determina la cantidad correspondiente a la reserva de nuevos entrantes, así como su sistema de asignación.

(29) Ello sin olvidar que el origen del derecho de emisión no siempre es un Plan Nacional de asignación español (véanse *ut supra*, epígrafe 4 y el artículo 20.6 de la Ley 1/2005).

da, resulten ser titulares de instalaciones afectadas<sup>(30)</sup> por las actividades generadoras de emisiones de dióxido de carbono procedentes de las actividades enumeradas en el Anexo I y superen los umbrales de capacidad que en él se establecen.

La obligación legal de transmitir los derechos de emisión de dióxido de carbono creados por el Estado, en los términos del artículo 20.2 de la Ley 1/2005, encuentra su fundamento en la finalidad del derecho tal y como es concebido en el artículo 3 del Protocolo de Kioto. Es por ello que el régimen legal reconoce como beneficiario de la obligación de transmisión de los derechos de emisión a las instalaciones incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005, en cuanto efectivos emisores de unidades de dióxido de carbono y, en definitiva, en cuanto obligadas finales de no sobrepasar los límites fijados de contaminación de gases GEI asumidos por España, en su calidad de Estado miembro de la Unión Europea. Pero no puede reconocerlos como titulares originarios de los derechos de emisión que hasta la correspondiente resolución de asignación simplemente cuentan con una expectativa de derechos.

Esta circunstancia plantea la cuestión sobre si en tal caso nos encontramos o no efectivamente ante un incumplimiento por parte de los titulares de instalaciones en la obligación de entrega de derechos de emisión, que no les han sido previamente adjudicados por la Administración General del Estado, mediante el correspondiente Plan Nacional de asignación y la posterior resolución de asignación individualizada, lo que a su vez entroncaría con la cuestión de si la Administración General del Estado viene obligada por la Ley 1/2005 a la aprobación de un Plan Nacional de asignación.

A este respecto cabe señalar que el artículo 11 de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, impone la obligación a cada Estado miembro de la Unión Europea de decidir, asignar y expedir la cantidad total de derechos de emisión que asignará para cada período en concreto, así como su asignación al titular de cada instalación, debiendo además expedir, a más tardar el 28 de febrero de cada año del período en concreto, una

---

<sup>(30)</sup> El *titular de las instalaciones*, según el artículo 2.j) de la Ley 1/2005, es definido como “cualquier persona física o jurídica que opere o controle la instalación bien en condición de propietario bien al amparo de cualquier otro título jurídico, siempre que éste le otorgue poderes suficientes sobre el funcionamiento técnico y económico de la *instalación*”, bien entendida esta última como “toda unidad técnica fija donde se lleven a cabo una o varias actividades de las enumeradas en el Anexo I, así como cualesquiera otras actividades directamente relacionadas con aquellas que guarden una relación de índole técnica con las actividades realizadas en dicho lugar y puedan tener repercusiones sobre las emisiones y la contaminación” [artículo 2.i) del citado RDL]. (La cursiva es nuestra.)

parte de la cantidad total de derechos de emisión<sup>(31)</sup>. En consecuencia, y pese a que hasta la correspondiente resolución de asignación individualizada el beneficiario de ésta sólo ostenta una expectativa de derecho, puede exigir al Estado, como resultado de la eficacia vertical de las Directivas<sup>(32)</sup>, el cumplimiento del artículo 11 de la mencionada Directiva, so pena de la correspondiente indemnización por los daños y perjuicios causados por dicho incumplimiento.

Por otra parte, y en cumplimiento de esta obligación, el Estado deberá proceder a transmitir los derechos a quienes a cuyo favor se hayan asignado derechos de emisión de acuerdo con la resolución de asignación de derechos de emisión, sin olvidar que dicha asignación dependerá siempre de que la instalación haya solicitado previamente al Ministerio de Medio Ambiente la asignación de los derechos de emisión (artículo 19.1 de la Ley 1/2005) en tiempo y forma (artículo 19.2 de la Ley 1/2005)<sup>(33)</sup>. La asignación individualizada se

---

(31) En concreto establece el mencionado artículo 11 de la Directiva 2003/87/CE que “1. Para el período de tres años que comenzará el 1 de enero de 2005, cada Estado miembro decidirá la cantidad total de derechos de emisión que asignará para ese período y su asignación al titular de cada instalación. Esta decisión se tomará al menos tres meses antes del principio del período y se basará en el plan nacional de asignación elaborado en virtud del artículo 9 y de conformidad con el artículo 10, teniendo debidamente en cuenta las observaciones del público. 2. Para el período de cinco años que comenzará el 1 de enero de 2008, y para cada período de cinco años subsiguiente, cada Estado miembro decidirá la cantidad total de derechos de emisión que asignará para ese período e iniciará su proceso de asignación al titular de cada instalación. Esta decisión se tomará al menos doce meses antes del principio del período y se basará en el Plan Nacional de asignación del Estado miembro elaborado en virtud del artículo 9 y de conformidad con el artículo 10, teniendo debidamente en cuenta las observaciones del público. 3. Las decisiones tomadas en virtud de los apartados 1 o 2 deberán ser conformes a los requisitos del Tratado, en particular a sus artículos 87 y 88. Al decidir la asignación, los Estados miembros tendrán en cuenta la necesidad de dar acceso a los derechos de emisión a los nuevos entrantes. 4. La autoridad competente expedirá una parte de la cantidad total de derechos de emisión cada año del período contemplado en los apartados 1 o 2, a más tardar el 28 de febrero de dicho año”.

(32) La doctrina de la eficacia directa vertical de las Directivas, en virtud de la cual los nacionales de los Estados miembros que no han cumplido lo dispuesto en la Directiva a través de su transposición al ordenamiento jurídico interno pueden invocar frente al Estado incumplidor el contenido de la misma, ha sido establecida, entre otras, en las sentencias del Tribunal de Justicia de las Comunidades de 19 de enero de 1982, 22 de febrero 1990, de 26 de febrero de 1986 y de 12 de julio de 1990 (TJCE 1991, 43) (Asunto C 188/89).

(33) En cuanto a los requisitos para la asignación individualizada de derechos de emisión, el artículo 19 de la Ley 1/2005 establece que “1. Los titulares de instalaciones deberán solicitar al Ministerio de Medio Ambiente la asignación de derechos de emisión para el período de vigencia del Plan Nacional de asignación. Dicha solicitud se presentará ante el órgano autonómico competente para tramitar la autorización de emisión de gases de efecto invernadero, que la remitirá, junto con la documentación exigida en el apartado 3 de este artículo, al Ministerio de Medio Ambiente en un plazo máximo de diez días.

realiza de forma gratuita<sup>(34)</sup> a los beneficiarios (artículo 16.1 de la Ley 1/2005), o al menos gratuitamente en un 90% en el período que se inicie a partir del 1 de enero de 2008 (artículo 16.2 de la Ley 1/2005), en función de los criterios objetivos de asignaciones establecidos legalmente (artículo 17 de la Ley 1/2005)<sup>(35)</sup>. Por ello, una vez contabilizados todos los derechos que el Plan Nacional de asignación vigente prevé asignar para un determinado período, éstos deberá ser expedidos e inscritos en la cuenta de haberes de la Administración General del Estado, antes del 28 de febrero del año inicial del período de vigencia de cada plan, según señala el artículo 26 de la Ley 1/2005, y ello en coherencia con la titularidad originaria estatal de los derechos (artículo 20.2 de la Ley 1/2005). En este sentido, la inscripción de los derechos de emisión en la cuenta de haberes de los titulares de instalaciones no es constitutiva de los

---

2. La solicitud deberá presentarse 12 meses antes del inicio de cada período de vigencia de cada Plan Nacional de asignación. Las instalaciones que tengan la consideración de nuevos entrantes solicitarán la asignación individualizada de derechos de emisión una vez que dispongan de autorización de emisión de gases de efecto invernadero.

3. La solicitud de asignación de derechos deberá venir acompañada de la documentación en la que conste:

a) Acreditación de ser titular de la instalación y disponer de autorización de emisión de gases de efecto invernadero.

b) Datos de la instalación, referidos a los tres años inmediatamente anteriores a la presentación de la solicitud, sobre:

1.º Emisiones de los gases de efecto invernadero incluidos en el Anexo I, por combustión y por proceso.

2.º Consumo de combustible, clasificado según tipo de combustible.

No será necesario aportar los datos de emisiones verificadas que ya consten inscritas en el Registro Nacional de Derechos de Emisión.

c) Estimación de la evolución en la instalación de la producción, los consumos de combustible y materias primas, así como de las emisiones de gases de efecto invernadero, para el período comprendido en el Plan Nacional de asignación.

En el supuesto de instalaciones con la consideración de nuevos entrantes indicará la fecha probable de puesta en funcionamiento (...)."

<sup>(34)</sup> Tras la aprobación del Plan Nacional de asignación para el trienio 2005-2007, por el RD 1866/2004, de 6 de septiembre, el Consejo de Ministros procedió el 21 de enero de 2005, a realizar la asignación individualizada definitiva de derechos de emisión para las instalaciones incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005.

<sup>(35)</sup> El artículo 17 de la Ley 1/2005 establece al respecto que "1. La cantidad total de derechos que asigne el plan se establecerá de acuerdo con la normativa comunitaria y, en particular, en función de:

a) Los compromisos internacionales en materia de emisiones de gases de efecto invernadero asumidos por España.

b) La contribución de las instalaciones sometidas al ámbito de aplicación de esta Ley al total de las emisiones nacionales.

derechos de emisión, cuya creación tiene lugar en el Plan Nacional de asignación de cada período, sino meramente declarativa de la titularidad, sobre la base de la resolución de asignación del artículo 19.4 de la Ley 1/2005.

Por tanto, la asignación individualizada de los derechos de emisión de dióxido de carbono, al que la doctrina ha calificado como acto administrativo de naturaleza constitutiva<sup>(36)</sup>, constituye el título transmisivo de los derechos de emisión a favor de los titulares. Ahora bien, admitiendo la calificación de la asignación individual de los derechos como acto administrativo, debe diferenciarse entre el acto de asignación individualizada en cuanto tal del permiso o autorización para emitir, y el propio derecho de emisión de dióxido de carbono en cuanto derecho subjetivo cuya titularidad puede ser transmitida<sup>(37)</sup>.

Por último, el Estado no sólo está obligado a transmitir los derechos sino que además es también el único legitimado, desde la aprobación del Plan Nacional, para realizar todas las actuaciones tanto de transmisión y enajenación como de cancelación de los derechos de emisión generados a partir del Plan Nacional de asignación del período en cuestión, tal y como señala el artículo 20.2 de la Ley 1/2005, cuando establece que la titularidad originaria de la totalidad de los derechos de emisión que figuren en cada Plan Nacional de asignación, “corresponde a la Administración General del Estado, que los asignará, enajenará o cancelará de conformidad con lo establecido en esta Ley”.

---

c) Las previsiones de emisión, incluidas las posibilidades técnicas y económicas de reducción de emisiones en todos los sectores y los demás instrumentos legislativos y políticos comunitarios.

d) Las previsiones de apertura de nuevas instalaciones o ampliación de las existentes en los sectores incluidos en el ámbito de aplicación de esta Ley durante el período de vigencia del plan.

2. El plan establecerá la metodología de asignación individual que en todo caso deberá tener en cuenta la normativa comunitaria y, en particular, los siguientes criterios:

a) Que no genere diferencias injustificadas entre sectores de actividad ni entre instalaciones, de conformidad con los artículos 87 y 88 del Tratado de la Comunidad Europea.”

b) Que sea coherente con las posibilidades técnicas y económicas de reducción de cada sector.

c) Las medidas de reducción adoptadas antes del establecimiento del mercado de derechos de emisión.

d) Las previsiones de evolución de la producción.

Podrán asimismo tenerse en cuenta el promedio de emisiones por producto y el potencial de reducción en cada actividad”.

(36) SANZ RUBIALES, I., “Una aproximación al nuevo mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero”, en *Revista española de Derecho Administrativo*, núm. 125 (enero-marzo), 2005, p. 55.

(37) Véase *infra*, epígrafe VII.

VI. LA ASIGNACIÓN INDIVIDUALIZADA DEL DERECHO APROBADO POR EL PLAN NACIONAL DE ASIGNACIÓN

Establecida legalmente la obligación del Estado de asignar y transmitir para cada período un número concreto de derechos de emisión de dióxido de carbono, resta ocupar y centrar nuestro análisis en el momento a partir del cual los titulares de instalaciones afectadas por el régimen especial de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero adquieren el derecho reconocido en el Plan nacional de asignación correspondiente.

A este respecto, el sistema obliga al Estado a transmitir los derechos reconocidos en el Plan Nacional de asignación a favor únicamente de los titulares de instalaciones afectadas por la Ley 1/2005. La obligación del Estado no puede ser exigida por cualquier persona física o jurídica, sino sólo por aquellas instalaciones o grupos de ellas que, estando incluidas en el ámbito objeto de la Ley 1/2005, hayan recibido la oportuna autorización administrativa para emitir y solicitado, previamente, la asignación individualizada de derechos de emisión de dióxido de carbono, de acuerdo con el artículo 19.1 de la Ley 1/2005<sup>(38)</sup>.

La primera adquisición derivativa, a favor de los titulares de instalaciones o grupos de ellas del Anexo I de la Ley 1/2005<sup>(39)</sup>, se realiza mediante el acto de asignación individualizada. Pero sólo aquellos titulares de instalaciones que cumplan con el requisito de solicitud previa de asignación individualizada de

<sup>(38)</sup> El artículo 19.1 de la Ley 1/2005 impone a los titulares de instalaciones o agrupaciones de ellas, la obligación de solicitar la asignación individualizada como requisito previo para resultar beneficiaria en la asignación de los derechos de emisión de dióxido de carbono para el período correspondiente. Así es como debe interpretarse cuando establece que “Los titulares de las instalaciones deberán solicitar al Ministerio de Medio Ambiente la asignación de derechos de emisión para el período de vigencia del Plan Nacional de asignación”.

<sup>(39)</sup> Las titulares de instalaciones sometidas al régimen de derechos de emisión de dióxido de carbono reconocidas en el Anexo I de la Ley 1/2005 son las siguientes:

Actividades	Gases
Actividades energéticas.	Dióxido de carbono
Epígrafes:	
1. Instalaciones de combustión con una potencia térmica nominal superior a 20 MW, incluyendo:	
a) Instalaciones de producción de energía eléctrica de servicio público.	
b) Instalaciones de cogeneración con independencia del sector en el que den servicio.	
c) Otras instalaciones de combustión con una potencia térmica nominal superior a 20 MW no incluidas en los apartados 2 a 9.	

derechos para el período de vigencia del Plan correspondiente (artículo 19.1 de la Ley 1/2005), podrán ser beneficiarios de la resolución de asignación de los derechos de emisión del Plan, además de quienes resultaran beneficiarios de la resolución de asignación de la reserva prevista para nuevos entrantes, de acuerdo con lo previsto en el artículo 18 de la Ley. Ninguna otra persona física o jurídica. Es más, ni siquiera aquellos titulares de instalaciones sometidos al ámbito subjetivo de aplicación de este régimen específico de derechos de emisión, y, por tanto, a la obligación de controlar sus emisiones, podrán resultar beneficiarios de la resolución de asignación individualizada de derechos de emisión previstos por el Plan Nacional de asignación correspondiente, si no reúnen previamente todas las condiciones subjetivas y objetivas impuestas legalmente.

---

Actividades	Gases
Quedan excluidas las instalaciones de residuos peligrosos o de residuos urbanos.	
2. Refinerías de hidrocarburos.	
3. Coquerías.	
Producción y transformación de metales.	Dióxido de carbono
Epígrafes:	
4. Instalaciones de calcinación o sinterización de minerales metálicos incluido el mineral sulfurado.	
5. Instalaciones para la producción de arrabio o de acero (fusión primaria o secundaria), incluidas las correspondientes instalaciones de colada continua de una capacidad de más de 2,5 toneladas por hora.	
Industrias minerales.	Dióxido de carbono
Epígrafes:	
6. Instalaciones de fabricación de cemento sin pulverizar (clinker) en hornos rotatorios con una producción superior a 500 toneladas diarias, o de cal en hornos rotatorios con una capacidad de producción superior a 50 toneladas por día, o en hornos de otro tipo con una capacidad de producción superior a 50 toneladas por día.	
7. Instalaciones de fabricación de vidrio incluida la fibra de vidrio, con una capacidad de fusión superior a 20 toneladas por día.	
8. Instalaciones para la fabricación de productos cerámicos mediante horneado, en particular de tejas, ladrillos, ladrillos refractarios, azulejos, gres cerámico o porcelanas, con una capacidad de producción superior a 75 toneladas por día, y, una capacidad de horneado de más de 4 m <sup>3</sup> y de más de 300 kg/m <sup>3</sup> de densidad de carga por horno.	
Otras actividades.	Dióxido de carbono
Epígrafes:	
9. Instalaciones industriales destinadas a la fabricación de:	
a) Pasta de papel a partir de madera o de otras materias fibrosas.	
b) Papel y cartón con una capacidad de producción de más de 20 toneladas diarias.	

Por todo ello, debemos concluir que la asignación individualizada de derechos de emisión, efectuada por el Estado en cumplimiento de su obligación legal de transmitir, deberá realizarse a favor de determinados sujetos, que reúnan la condición subjetiva de ser titulares de instalaciones afectadas por el ámbito subjetivo de aplicación fijado en el Anexo I de la Ley 1/2005 y que además cumplan con las condiciones objetivas establecidas en los apartados 1 y 2 del artículo 19 de la citada Ley.

La adjudicación de derechos de emisión por el Estado a favor de personas que no cumplan con las mencionadas condiciones subjetivas y objetivas, será, en consecuencia, nula de pleno derecho.

En el mismo sentido, será nula, en primer lugar, la asignación individualización de derechos a favor de beneficiarios que no cumplieran con el requisito de ser titular de una instalación en el momento de la asignación (artículo 4.1 de la Ley 1/2005) y, en segundo lugar, la realizada a favor de aquél que, aun a pesar de ser titular de una instalación careciera de la correspondiente autorización, bien por haberse producido con anterioridad el cierre de la instalación, bien porque se verificara la falta de puesta en funcionamiento de la instalación, transcurridos tres meses desde la fecha de inicio de la actividad prevista en la autorización sin causa justificada declarada por el órgano competente, o bien por haber sido objeto el titular de sanción o suspensión de la actividad de la instalación durante un plazo superior a un año (artículos 19.2 y 7 de la Ley 1/2005). En último lugar, también resultará nula la asignación individualizada que resultara a favor de titulares de instalaciones que no hubieran solicitado en tiempo y forma la asignación de derechos de emisión para el período de vigencia del Plan Nacional de asignación (apartados 1 y 2 del artículo 19 de la Ley 1/2005).

La resolución de asignación, en cuanto acto de cumplimiento de la obligación del Estado de transmitir los derechos de emisión aprobados en el Plan Nacional de asignación deberá realizarse en la forma y plazo fijados en el artículo 26.2 de la Ley 1/2005, que expresamente concreta los requisitos para la ejecución de dicha obligación, e impone al Estado la transferencia contable a favor de cada uno de los titulares de las instalaciones o agrupaciones beneficiarias en los términos que le correspondan, de acuerdo con la distribución temporal establecida en la resolución de asignación individualizada, antes del 28 de febrero de cada año.

Los términos en que el Estado debe cumplir con su obligación de transmisión vienen establecidos en los apartados 2.º y 3.º del artículo 26 de la citada Ley, por los que se preceptúa que “2. Antes del 28 de febrero de cada año, el registro transferirá de la cuenta de haberes de la Administración General del Estado a la del titular de cada instalación o a la del administrador fiduciario de cada agrupación los derechos que le correspondan de acuerdo con la distribución temporal establecida en la resolución a la que se refiere el artículo 19.5.3.

Los derechos asignados a nuevos entrantes y a instalaciones cuya ampliación o entrada en funcionamiento haya quedado prevista en el Plan Nacional de asignación inicial serán transferidos de la cuenta de haberes de la Administración General del Estado a la del titular de la instalación cuando la comunidad autónoma comunique al Registro que la instalación se ha puesto en funcionamiento”.

## VII. EL PERMISO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO. DISTINCIÓN FRENTE AL DERECHO DE EMISIÓN

El régimen español regulador del sistema especial de comercio de los derechos de emisión de dióxido de carbono impone, a los sujetos afectados por su ámbito, una obligación de controlar sus emisiones de dióxido de carbono, para lo cual deberán disponer en todo momento de derechos de emisión suficientes y equivalentes al volumen de dichas emisiones.

En correlación con la facultad que otorga el derecho de emisión, el Estado deberá respetar, y no sancionar, las emisiones de dióxido de carbono incluidas en el ámbito del ejercicio del derecho de emisión, cuando éstas se realicen además en cumplimiento de otros requisitos y exigencias<sup>(40)</sup>, con especial relevancia del cumplimiento por empresario beneficiario y titular del derecho de emisión de un requisito ineludible: la autorización administrativa.

El artículo 4 de la Ley 1/2005 en su apartado 1 impone a toda instalación en la que se desarrolle alguna de las actividades generadoras de las emisiones

---

(40) Obsérvese que el listado de conductas tipificadas como infracción administrativa del artículo 29 de la Ley 1/2005, no se contempla la emisión de dióxido de carbono, cuando ésta se realiza de acuerdo con los requisitos exigidos legalmente. En concreto, señala el artículo 29 que “1. A los efectos de esta Ley, y sin perjuicio de lo que disponga al respecto la legislación autonómica, las infracciones administrativas se clasifican en muy graves, graves y leves. 2. Son infracciones administrativas muy graves las siguientes: a) Ejercer la actividad sin la preceptiva autorización de emisión de gases de efecto invernadero. b) Incumplir la obligación de informar sobre la modificación del carácter, el funcionamiento o el tamaño de la instalación, establecida en el artículo 6, siempre que suponga alteraciones significativas en los datos de emisiones o requiera cambios en la metodología aplicable para cumplir las obligaciones de seguimiento previstas en el artículo 4.2.d). c) No presentar el informe anual verificado exigido en el artículo 22. d) Ocultar o alterar intencionadamente la información exigida en el artículo 19.3. e) Incumplir la obligación de entregar derechos exigida en el artículo 27.2. f) Impedir el acceso del verificador a los emplazamientos de la instalación en los supuestos en los que esté facultado por el Anexo IV de esta Ley y su normativa de desarrollo. g) No aportar la información necesaria para el procedimiento de verificación. 3. Son infracciones administrativas graves: a) Ocultar o alterar intencionadamente la información exigida en los artículos 5, 6 y 11.

de gases que constituyen el ámbito objetivo de aplicación del régimen<sup>(41)</sup>, la previa solicitud de la correspondiente autorización administrativa de emisión de gases. La finalidad de esta exigencia previa no es en sí misma la de limitar cuantitativamente las emisiones, sino la de reconocimiento por el Estado de ser la instalación solicitante un sujeto sometido a la obligación de control y limitación de las emisiones de dióxido de carbono y, por consiguiente, la de estar obligado a adquirir derechos de emisión en un número suficiente como para cubrir su volumen contaminante<sup>(42)</sup>.

Además la autorización o permiso de emisión regulado en los artículos 4 y siguientes de la Ley 1/2005, constituye un título declarativo otorgado por los poderes públicos de la capacidad para medir las propias emisiones de dióxido

---

b) Incumplir la obligación de informar sobre la modificación de la identidad o el domicilio del titular establecida en el artículo 6. c) Incumplir las condiciones de seguimiento de las emisiones establecidas en la autorización cuando de dicho incumplimiento se deriven alteraciones en los datos de emisiones. d) Incumplir las normas reguladoras de los informes anuales verificados, siempre que implique alteración de los datos de emisiones. 4. Son infracciones administrativas leves: a) Incumplir las condiciones de seguimiento de las emisiones establecidas en la autorización cuando de dicho incumplimiento no se deriven alteraciones en los datos de emisiones. b) Incumplir las normas reguladoras de los informes anuales verificados, siempre que no implique alteración de los datos de emisiones. c) Incumplir cualesquiera otras obligaciones establecidas en esta Ley cuando tal cosa no haya sido tipificada como infracción administrativa muy grave o grave en los apartados precedentes”.

(41) Véase nota a pie de página número (39).

(42) Todo ello, sin olvidar que por su propio contenido (artículo 4.2 de la Ley 1/2005) y de los datos que el titular debe facilitar para su obtención (artículo 5 de la Ley 1/2005), el objeto y finalidad del permiso o autorización son mucho más complejos. En este sentido, establece el citado artículo 4.2 que “la autorización de emisión de gases de efecto tendrá el contenido siguiente:

a) Nombre y dirección del titular de la instalación.  
b) Identificación y domicilio de la instalación.  
c) Una descripción básica de las actividades y emisiones de la instalación.  
d) Las obligaciones de seguimiento de emisiones, especificando la metodología que se ha de aplicar y su frecuencia, de acuerdo con el Anexo III de esta Ley y con la Decisión 2004/156/CE de la Comisión, de 29 de enero de 2004, por la que se establecen directrices para el seguimiento y la notificación de las emisiones de gases de efecto invernadero de conformidad con la Directiva 2003/87/CE.

e) Las obligaciones de suministro de información, de acuerdo con el Anexo III de esta Ley, con la Decisión 2004/156/CE de la Comisión, de 29 de enero de 2004, por la que se establecen directrices para el seguimiento y la notificación de las emisiones de gases de efecto invernadero de conformidad con la Directiva 2003/87/CE y, en su caso, con la normativa de desarrollo.

f) La obligación de entregar, en los cuatro meses siguientes al final de cada año natural, derechos de emisión en cantidad equivalente a las emisiones totales verificadas de la instalación durante el año anterior.

g) Fecha prevista de entrada en funcionamiento”.

de carbono, que legitima a su titular como potencial beneficiario de asignaciones de derechos de emisión para cada período<sup>(43)</sup>.

Definidas sus funciones y finalidad en el sistema, la autorización administrativa no puede ser entendida sino puesta en conexión con el derecho de emisión de dióxido de carbono. Sin embargo, debe ser diferenciada del derecho de emisión, en cuanto derecho subjetivo e instrumento objeto de transmisión y negociación en el régimen preestablecido. Así la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre, establece un sistema dual basado en el permiso de emisión de gases de efecto invernadero como requisito *sine qua non* para la adjudicación de los derechos de emisión de dióxido de carbono (artículo 4 de la Directiva)<sup>(44)</sup>. La autorización administrativa equivale a una autorización de funcionamiento de la fuente emisora, que reconoce la obligación de disponer de derechos de emisión equivalentes a las emisiones reales.

Ello supone, en primer lugar, que el permiso no legitima por sí mismo a su titular a emitir dióxido de carbono y, en segundo lugar, que el ejercicio del derecho de emisión de dióxido de carbono exige, con carácter previo, que su titular cuente con la correspondiente autorización administrativa. En este sentido se expresa el artículo 29.2.a) de la Ley 1/2005, que tipifica como infracción administrativa muy grave el ejercicio de la actividad generadora de las emisiones de dióxido de carbono sin la preceptiva autorización de emisión de gases de efecto invernadero.

Autorización o permiso de emisión y derecho de emisión deben ser, por tanto, objeto de distinción en el régimen establecido en la Ley 1/2005. La autorización administrativa en cuanto decisión administrativa<sup>(45)</sup> emitida por la autoridad competente, no es más que el resultado de la comprobación por los poderes públicos del cumplimiento de una serie de requisitos determinantes de

---

(43) Sobre el régimen de solicitud, obtención y extinción de la autorización o permiso de emisión, véase, respectivamente, los artículos 4, 5 y 7 de la Ley 1/2005.

(44) Preceptúa el artículo 4 de la Directiva que “los Estados miembros velarán por que, a partir de 1 de enero de 2005, ninguna instalación lleve a cabo ninguna actividad enumerada en el Anexo I que dé lugar a emisiones especificadas en relación con dicha actividad, salvo si su titular posee un permiso expedido por una autoridad competente de conformidad con el procedimiento contemplado en los artículos 5 y 6 o salvo si la instalación está temporalmente excluida del régimen comunitario con arreglo al artículo 27”.

(45) Véanse SANZ RUBIALES, I., “Una aproximación al nuevo mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero”, en *Revista española de Derecho Administrativo*, núm. 125 (enero-marzo), 2005, p. 52; ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “La posible calificación de la unidad de carbono: qué son y qué pueden llegar a ser en Derecho español”, en *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, núm. 44-45, 2002, pp. 27-28.

la capacidad de su titular para asumir las obligaciones derivadas del régimen <sup>(46)</sup> y constituye el presupuesto necesario para ser beneficiario, pues sin ella no es posible el ejercicio del derecho, sino tan sólo su transmisión.

Por el contrario, el derecho de emisión es el instrumento jurídico de carácter transmisible (artículos 20.4 y 21 de la Ley 1/2005), que otorga la facultad de emitir a su titular y permitir controlar y limitar el nivel de emisiones contaminantes, así como cumplir con los objetivos asumidos por España como miembro de la Unión Europea, adquiriendo, cuando ello sea necesario, la cantidad de derechos de emisión necesarios para cubrir su sobreproducción o exceso de emisión.

En definitiva, el derecho de emisión, en cuanto derecho subjetivo, se desvincula, por un lado, de su origen administrativo público, el Plan Nacional de asignación, y, por otro, de la autorización administrativa de emitir como requisito previo al ejercicio de aquél, y adquiere una entidad diferenciada y una naturaleza jurídica específica.

#### VIII. EL OBJETO DEL DERECHO: LA EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

En el régimen especial de comercio sobre derechos de emisión de dióxido de carbono el elemento objeto de los derechos de emisión no es otro que las emisiones de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>). En este sentido, señala el mencionado artículo 20.1 de la Ley 1/2005 que “el derecho de emisión se configura como el derecho subjetivo *a emitir* una tonelada equivalente de dióxido de carbono desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta Ley”, y ello independientemente de su origen, a saber:

- a) Un Plan Nacional de asignación aprobado por el Gobierno español.
- b) Planes Nacionales aprobados en otros Estados miembros de la Unión Europea.
- c) Un instrumento internacional, en donde se reconozcan derechos obtenidos en un tercer país que sea parte del Protocolo de Kioto o de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático.
- d) Créditos generados como consecuencia de la aplicación de los Mecanismos de Desarrollo Limpio o de Aplicación Conjunta mediante la oportuna transformación de las Reducciones Certificadas de Emisiones (RCE).

---

<sup>(46)</sup> FORTES MARTÍN, A., *El régimen jurídico de la autorización ambiental integrada*, Ecoiuris, Madrid, 2004, pp. 512-513.

- e) Unidades de Reducción de Emisiones (URE), obtenidas como consecuencia de la aplicación de dichos mecanismos basados en proyectos.

El régimen español concreta el objeto del derecho de emisión a un determinado tipo de gas de efecto invernadero, el dióxido de carbono, pero permite la emisión de cualquier otro gas de los establecidos en el ámbito afectado por el Protocolo de Kioto en tanto que causantes del efecto invernadero<sup>(47)</sup>. La emisión de una tonelada equivalente de dióxido de carbono, es decir, la liberación de emisiones equivalentes a una tonelada de dióxido de carbono es el objeto sobre el que recae el derecho reconocido en el régimen español. Cuál sea la naturaleza jurídica del derecho de emisión viene, en gran medida, determinada por el objeto del derecho.

La emisión de una tonelada como unidad métrica del derecho de emisión de dióxido de carbono se caracteriza por ser una actividad cuantificable que los agentes económicos desarrollan en el ejercicio de sus actividades empresariales. En principio, esos gases son emitidos a la atmósfera y su carácter nocivo lo es independientemente de cuál sea la instalación y la actividad de la que deriven. La particularidad del régimen especial de comercio de derechos de emisión radica en considerar la no emisión o liberación de dióxido de carbono como actividad potencialmente beneficiosa para el cumplimiento de los objetivos asumidos en el Protocolo de Kioto y, consiguientemente, en un “valor” potencialmente susceptible de valoración económica, al permitir la *negociación* por los agentes de aquellos volúmenes de dióxido de carbono no liberados a la atmósfera. En este sentido, lo que se transmite con el derecho subjetivo de emisión de dióxido de carbono no es una determinada cantidad de aire, porque desde un punto de vista jurídico éste es inapropiable, sino una conducta o actividad permitida por el derecho subjetivo de emisión: la liberación de dióxido de carbono a la atmósfera.

El artículo 20.1 de la Ley 1/2005 perfila la actividad objeto del derecho como la *emisión* de dióxido de carbono a la atmósfera, esto es, la actividad consistente en arrojar, exhalar o expulsar dióxido de carbono hacia el exterior<sup>(48)</sup>, bien entendido el exterior como la capa de aire que rodea nuestra plane-

---

(47) Véase *ut supra*, nota a pie de página número (19).

(48) Según la definición del *Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española*, la emisión no es más que la acción y efecto de “arrojar, exhalar o echar hacia fuera algo”.

ta o, lo que es lo mismo, la atmósfera<sup>(49)</sup>. Por consiguiente, el derecho de emisión tiene por objeto, no la utilización del medio atmosférico o capa de aire de la Tierra, que, por otra parte, y desde un punto de vista jurídico es inapropiable, sino simplemente la actividad consistente en arrojar gases en la atmósfera<sup>(50)</sup>, que es lo que el régimen de comercio de derechos de emisión pretende controlar en cumplimiento de los límites preestablecidos por la Unión Europea para el Estado español.

Es precisamente porque no se trata de un derecho a utilizar la capa de aire sino de un derecho cuya finalidad no es otra que servir de instrumento de control o limitación de los vertidos de gas que sobre ella se expulsan, por lo que la actividad objeto del derecho no es la utilización o consumo del aire como elemento constitutivo de la atmósfera, sino aquella que permite a su titular la expulsión de gases que, vertidos hacia el exterior, se mezclan con la capa de aire de la atmósfera, empobreciéndolo en sus características iniciales<sup>(51)</sup> y <sup>(52)</sup>.

En consecuencia, el derecho a liberar emisiones de dióxido de carbono otorga la facultad a quien ostenta la correspondiente autorización administrativa de realizar una actividad permitida y controlada por el Estado. Sin embargo, ese derecho se ejercita frente al Estado, quien en última instancia permite la liberación controlada de gases a través de las unidades métricas acogidas por los derechos de emisión reconocidos, en la medida en que es el único con poder para limitar y sancionar este tipo de conductas (artículo 45.1 de la CE). De esta forma, el titular de derechos de emisión, que además tiene autorización admi-

(49) Según la definición del *Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española*, la atmósfera es la “capa de aire que rodea la Tierra”.

(50) En este sentido, SANZ RUBIALES, para quien el objeto del derecho de emisión “no es el consumo de oxígeno atmosférico, ni siquiera la producción de CO<sub>2</sub> como consecuencia de procesos de combustión, sino la efectiva emisión de CO<sub>2</sub> a la atmósfera. Por lo tanto, lo que se tiene cuenta no es, propiamente, el consumo de un bien —el oxígeno atmosférico— de titularidad colectiva, necesario para que se produzcan los procesos de combustión que dan lugar al CO<sub>2</sub>, ni la producción de gases relativamente contaminantes (GEI) como consecuencia de dicho proceso; lo que se valora es la contaminación efectiva de la atmósfera como consecuencia de la liberación de estos GEI: la contaminación global admisible” (SANZ RUBIALES, I., “Una aproximación al nuevo mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero”, en *Revista Española de Derecho Administrativo*, núm. 125 (enero-marzo 2005), pp. 47-48.

(51) Por el contrario, SANZ RUBIALES entiende, después de apuntar que el objeto del derecho no es el consumo del oxígeno atmosférico, que “los derechos de emisión no son derechos de disfrute, entendidos como ‘utilización’ consuntiva de un bien de titularidad pública o colectiva o de sus frutos, sino más bien derechos de uso (utilización no consuntiva del bien ‘atmósfera’)” (SANZ RUBIALES, últim. ob. cit., p. 48).

(52) Sobre la naturaleza jurídica del derecho de emisión de dióxido de carbono, véase *infra*, epígrafe XI.

nistrativa, podrá liberar un número de emisiones equivalente a la suma de cada uno de ellos, sin que su conducta, igualmente nociva que la de aquél que la libera sin el soporte de un derecho, pueda ser constitutiva de infracción administrativa y, por ende, susceptible de la correspondiente.

Y es aquí donde radica precisamente la función incentivadora del derecho de emisión de dióxido de carbono y el carácter novedoso del régimen jurídico previsto en la Ley 1/2005, al permitir la negociación y transmisión de la facultad de realizar la conducta nociva amparada por el derecho de emisión en el mercado, cuando su titular y autorizado administrativamente no necesita o no puede ejercitarlo<sup>(53)</sup>.

## IX. CONTENIDO DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

Delimitado y configurado, desde un plano objetivo y subjetivo, el derecho de emisión de dióxido de carbono, corresponde delimitar su contenido, para lo cual centraremos su análisis desde su consideración como título, reconocido por la autoridad relevante, que otorga la facultad a su titular para emitir dióxido de carbono, sobre la base de reducciones proyectadas o conseguidas<sup>(54)</sup>.

El derecho de emisión de dióxido de carbono en cuanto derecho subjetivo, tal y como es calificado por el legislador en el artículo 20.1 de la Ley 1/2005, debe ser estudiado como título que otorga a su titular un conjunto de facultades que le autorizan en consecuencia a actuar dentro de los límites fijados por aquéllas<sup>(55)</sup>.

En cuanto derecho subjetivo, su estudio deberá enfocarse desde el prisma del conjunto o haz de facultades que todo derecho subjetivo atribuye a su titular, lo que nos permitirá perfilar su naturaleza jurídica.

Así, y en primer lugar, el titular de un derecho de emisión de dióxido de carbono podrá emitir, siempre con la correspondiente autorización administrativa, una tonelada de dióxido de carbono a la atmósfera, sin que por ello incurra

---

(53) Véase *infra*, epígrafe V.

(54) ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., *El precio del aire. Aspectos jurídicos del mercado de derechos de emisión*, El Fisco, Barcelona, 2005, p. 107.

Por el contrario, SANZ RUBIALES considera que el derecho subjetivo en cuestión “tiene características propias de los derechos reales, como que recaen sobre una cosa (atmósfera) y son oponibles *erga omnes* ‘incluida, en su caso, la Administración’” (SANZ RUBIALES, *últim. ob. cit.*, p. 62).

(55) Véase CASTÁN TOBEÑAS, J., “Derechos subjetivos”, en *Nueva Enciclopedia Jurídica*, tomo VII, Seix, Barcelona, 1980, pp. 102 y ss.

en infracción administrativa alguna, ni sea sancionado por el Estado con el pago de 40 o 100 euros por cada tonelada equivalente de gases de dióxido de carbono [véase artículos 29, apartados 2, 3 y 4 y 30.a).5 de la Ley 1/2005 en relación con el artículo 17.4 de la Directiva sobre régimen de comercio de los derechos de gases de efecto invernadero<sup>(56)</sup>].

En consecuencia, la prerrogativa del derecho de emisión de dióxido de carbono consiste, entonces, en otorgar a su titular no tanto un derecho a emitir en términos absolutos, cuanto el derecho a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono, previo cumplimiento de los requisitos legales impuestos por el régimen español. Pero si su titular cumple con los mencionados requisitos legales, éste podrá tanto realizar la correspondiente emisión como exigir al Estado que respete dicha emisión o, lo que es lo mismo, que no sea sancionado administrativamente por ello.

En consecuencia, para que el derecho otorgue la facultad de emisión de dióxido de carbono a su titular es presupuesto necesario que éste cuente con el correspondiente permiso o autorización de emisión de gases de efecto invernadero, requisito necesario para resultar beneficiario de derechos de emisión en la resolución de asignación individualizada (artículo 19 de la Ley 1/2005) y condición necesaria sin la cual su titular no podrá, en cumplimiento de su obligación de entrega, transmitir a favor de la cuenta de haberes de la Administración General del Estado la cantidad de derechos necesarios para cubrir el volumen de las emisiones ya liberadas (artículo 27.2, párrafo 2.º, de la Ley 1/2005). Por tanto, quedan excluidas del conjunto de facultades que otorga el derecho de emisión de dióxido de carbono, las emisiones procedentes de instalaciones emisoras que no acrediten el correspondiente permiso o autorización de emisión de gases de efecto invernadero.

---

<sup>(56)</sup> En efecto, señala el artículo 16 de la Directiva que “3. Los Estados miembros velarán por que cualquier titular que no entregue suficientes derechos de emisión a más tardar el 30 de abril de cada año para cubrir sus emisiones del año anterior esté obligado a pagar una multa por exceso de emisiones. La multa por exceso de emisiones será de 100 euros por cada tonelada equivalente de dióxido de carbono emitido por la instalación para la que el titular no haya entregado derechos de emisión. El pago de la multa por exceso de emisiones no eximirá al titular de la obligación de entregar una cantidad de derechos de emisión equivalente a la de las emisiones en exceso, en el momento de entregar los derechos de emisión correspondientes al año natural siguiente. 4. Durante el período de tres años que comenzará el 1 de enero de 2005, los Estados miembros aplicarán una multa de nivel inferior por exceso de emisiones, de 40 euros por cada tonelada equivalente de dióxido de carbono emitido por la instalación para la que el titular no haya entregado derechos de emisión. El pago de la multa por exceso de emisiones no eximirá al titular de la obligación de entregar una cantidad de derechos de emisión equivalente a la de las emisiones en exceso, en el momento de entregar los derechos de emisión correspondientes al año natural siguiente”.

Esta facultad o poder que concede el derecho de emisión de liberar una tonelada equivalente de dióxido de carbono, permite a su titular tanto efectuar o llevar a cabo la conducta, sin por ello incurrir en infracción administrativa, como exigir el respeto de dicha conducta ante una posible obstaculización. Significa ello que la particularidad en la facultad que otorga el derecho de emisión de dióxido de carbono no está sin más en la emisión a la atmósfera del mencionado gas, pues éste podrá realizarse sin la correspondiente titularidad, aunque incurriendo en infracción administrativa, sino en la emisión a la atmósfera de dióxido de carbono sin que ello conlleve la citada multa o sanción económica, cuya imposición, por otra parte, es potestad del Estado. En sentido estricto, éste no es un derecho oponible *erga omnes*, como se ha señalado, pues precisamente la facultad que concede a su titular es la de realizar una conducta nociva para el medio ambiente sin incurrir en infracción administrativa cuya sanción es potestad que únicamente corresponde al Estado<sup>(57)</sup>.

Desde esta perspectiva, el conjunto de facultades que concede el derecho puede ser estudiado desde dos vertientes, una positiva y otra negativa. Positiva porque el titular del derecho lo es de una actividad, esto es, de la expulsión de dióxido de carbono a la atmósfera. Negativa, porque como consecuencia de dicho derecho, su actividad, igualmente nociva para el medio ambiente, pero dentro de los límites fijados, no podrá ser sancionada administrativamente por el Estado.

Desde el lado positivo del derecho puede afirmarse, sin embargo, que para la satisfacción del interés subjetivo que protege, su titular no requiere de la intervención de un tercero que quede vinculado por el ejercicio del derecho. La facultad de emisión de una tonelada equivalente de dióxido de carbono es una conducta que, en la esfera de protección del derecho, es ejercitada directamente por su titular, sin colaboración alguna y, por consiguiente, que no otorga a su titular la facultad de imponer obligación de hacer alguna al Estado.

Sin embargo, y desde el punto de vista negativo, el derecho de emisión de dióxido de carbono concede a su titular la “prerrogativa” de que de la emisión objeto de aquél no derive perjuicio alguno y ello incluye, obviamente, las sanciones legales que la legislación española impone.

---

(57) En contra, véase SANZ RUBIALES, últim. ob. cit., p. 62.

Se puede concluir, por tanto, que el derecho de emisión no es sino un *derecho a contaminar* el aire que envuelve la capa de la Tierra<sup>(58)</sup>. Este derecho a contaminar que implica el derecho estudiado, sin embargo, no puede ser entendido en términos absolutos. Como establece el artículo 20.1 de la Ley 1/2005, el derecho de emisión otorga a su titular un derecho subjetivo a emitir una tonelada de equivalente de dióxido de carbono. En consecuencia, el exceso no será objeto de protección por el derecho y quedará sometido a la potestad sancionadora del Estado, caso de no quedar subsumido por otro u otros derechos de emisión titularidad del emisor.

En segundo lugar, el derecho de emisión de dióxido de carbono otorga a su titular la posibilidad de goce de éste durante su período de vigencia, bien mediante su plena disposición y goce durante dicho período, bien a través de su transmisión o cesión e incluso a través de su cancelación voluntaria. Eso sí, la facultad de disfrute o utilización exigirá el cumplimiento de un presupuesto y no tanto una condición suspensiva: que su titular haya obtenido el correspondiente permiso o autorización para emitir dióxido de carbono, para lo cual habrá de cumplir, entre otros, el requisito subjetivo ajeno a la voluntad de éste y de la autoridad administrativa competente como es el de tratarse de un titular de instalación afectada por el ámbito objetivo de la Ley 1/2005<sup>(59)</sup>. Ello implica, en primer lugar, que para cancelar el derecho en el registro mediante su entrega por ejercicio de la facultad de goce será necesario que su titular acredite el correspondiente permiso o autorización para emitir durante el período en que dicha facultad se ejerció y, en segundo lugar, que la emisión de dióxido de carbono sin la correspondiente autorización de emisión válida no se encuentra en la esfera de poder o facultad que le otorga el derecho a su titular.

En consecuencia, las emisiones producidas por el titular del derecho de emisión al que no le hubiera sido reconocido y otorgado el correspondiente permiso o autorización para emitir dióxido de carbono, quedarán expuestas a la potestad sancionadora del Estado. El plazo para el cumplimiento del presu-

---

(58) Es por ello, quizás, que a simple vista pueda extrañar que el derecho de emisión se haya concebido como un instrumento al servicio de las políticas medioambientales de control de emisiones. Sin embargo, tal aparente contradicción deja de serlo si tenemos en cuenta que su finalidad es precisamente la de limitar la emisión de dióxido de carbono imponiendo a los titulares de instalaciones la obligación de adquirir onerosamente todos aquellos derechos que le permitan la exhalación de gases por encima de la cuota inicialmente asignada.

(59) En este sentido, el artículo 1115 del Código Civil admite que la condición suspensiva dependa de la voluntad de un tercero, incluso de la voluntad del deudor o del acreedor, pero no que aquélla no dependa ni del uno ni del otro, como sería el caso del requisito de obtener la autorización administrativa para emitir, cuando ésta se concede únicamente al titular de una instalación o agrupación de ellas afectadas por el ámbito objetivo de la Ley 1/2005.

puesto consistente en ostentar la correspondiente autorización administrativa o permiso para emitir por el titular del derecho viene determinado por el artículo 27.3 de la Ley 1/2005, esto es, la caducidad automática del derecho.

En tercer lugar, el titular del derecho de emisión de dióxido de carbono tiene la facultad de disponer de aquél, sin que dicha facultad, a diferencia de la anterior, se encuentre sometida a la exigencia de autorización para emitir válidamente durante el período en el que se proceda a su realización. En consecuencia el titular de una instalación adjudicataria de este derecho podrá, a su vez, transmitir o enajenarlo, constituir derechos reales limitados, donarlo, etc., aunque no cuente con la mencionada y exigida autorización administrativa para emitir, pero no podrá ejercitarlo.

#### X. CARACTERES DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

El derecho de emisión de dióxido de carbono reconocido por el régimen español se caracteriza por su naturaleza fungible, en el sentido apuntado por el artículo 20.1 de la Ley 1/2005. En efecto, todos los derechos de emisión de dióxido de carbono conceden a su titular la facultad de emitir “una tonelada equivalente de dióxido de carbono”, calculada utilizando los potenciales de calentamiento atmosférico definidos en la decisión 2 de la tercera Conferencia de las Partes.

La relación jurídica entre el titular del derecho y el Estado es una relación obligatoria instantánea que queda extinguida y se agota con la realización de la conducta prevista y permitida por el derecho subjetivo, esto es, la emisión de

---

Sólo cuando la condición dependa de la voluntad del acreedor, lo que no es trasladable al requisito de ostentar autorización administrativa, que depende únicamente de un presupuesto ajeno a la voluntad, esto es, de ser titular de instalación afectada al ámbito objetivo de la Ley 1/2005, la doctrina se plantea si la vinculación del deudor debe tener algún límite temporal, y en especial si es posible hablar de un plazo, bajo pena de invalidez, o subsidiariamente, la fijación de un tiempo máximo de dependencia de la condición (artículo 1128 del Código Civil) (Véase DÍEZ PICAZO, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, Civitas, Madrid, 1993, p. 352). Como señala DÍEZ PICAZO, refiriéndose a las relaciones jurídicas sometidas a condición suspensiva, “en la fase de dependencia las partes no son todavía plenos titulares de los derechos previstos, ni se encuentran plenamente sujetos por los deberes que la relación impone”. Añadiendo que “el derecho de crédito no es adquirido por el acreedor hasta que el acontecimiento puesto en condición se ha realizado. Con anterioridad, el derecho aún no ha nacido, aún no existe. Habrá, si acaso, una pura expectativa (*Antwortschaft*) (DÍEZ PICAZO, *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial II. Las relaciones obligatorias*, Civitas, Madrid, 1993, pp. 353-354).

*una tonelada equivalente de dióxido de carbono.* Emitida la cantidad de una tonelada de dióxido de carbono, el titular del derecho podrá exigir, respecto de ella y sólo de ella, la prestación debida, esto es, el no sometimiento de dicha conducta al régimen sancionador previsto por la Ley 1/2005. Ahora bien, para el ejercicio de la facultad que otorga el derecho y, por tanto, el deber jurídico del Estado de no sancionar la emisión, por no constituir infracción administrativa, es necesario que el titular reúna además la condición de instalación con autorización de emisión de gases de efecto invernadero (artículo 4.1 de la Ley 1/2005). Como ya se ha visto, el derecho de emisión no faculta por sí mismo para realizar la conducta permitida, sino que requiere de una condición subjetiva ajena a su titularidad y que viene determinada por la autorización administrativa del citado artículo 4.1. En consecuencia, no quedarán amparadas por la facultad del derecho las emisiones procedentes de instalaciones emisoras que no acrediten el correspondiente permiso o autorización de emisión de gases de efecto invernadero.

En segundo lugar, se trata de derechos sometidos a término final<sup>(60)</sup>, pues, como establece el artículo 15 de la Ley 1/2005, cada Plan Nacional de asignación tiene un período de vigencia limitado, —el primero de tres años a contar desde el 1 de enero de 2005, esto es, hasta el 1 de enero de 2008, y los ulteriores de cinco años cada uno—, transcurrido el cual, y a tenor del artículo 27.3 de la citada ley, los derechos de emisión caducarán automáticamente en el plazo de cuatro meses contados desde la finalización del período de vigencia de cada Plan Nacional de asignación o, lo que es lo mismo, transcurridos cuatro meses desde el inicio del siguiente período de cumplimiento. En consecuencia, la caducidad automática por transcurso del plazo previsto en el citado artículo 27.3 llevará consigo la cancelación del derecho en el registro, sin que los titulares de derechos no consumidos antes de su cancelación puedan exigir la sustitución automática de éstos por otros para el nuevo período de vigencia (artículo 19 de la Ley 1/2005), ni puedan tampoco utilizarlos para emisiones posteriores.

En tercer lugar, el derecho de emisión es un derecho de contenido patrimonial que concede una utilidad económica a su titular. El régimen español regulador de los derechos de emisión se basa precisamente en el tratamiento novedoso que concede a los derechos, que los convierte en instrumentos para rebajar la carga que sobre los titulares de instalaciones emisoras existe en el cumplimiento de la obligación de reducción de las emisiones asumidas por el Estado espa-

---

<sup>(60)</sup> Como señala DÍEZ PICAZO, “el término final es un determinado momento que marca la expiración de la relación obligatoria. El término final aparece ante todo como el momento que pone fin a la relación” (DÍEZ PICAZO, últim. ob. cit., p. 328).

ñol. El derecho de emisión es un instrumento diseñado en sentido positivo para conceder una facultad, la emisión de una tonelada equivalente de dióxido de carbono ajena al régimen sancionador, que, en cuanto tal, tiene un valor económico asignado por el mercado.

Por ello, el derecho de emisión es un derecho transmisible o negociable, en los términos del artículo 21 de la Ley 1/2005, entre cualquier persona física o jurídica de la Unión Europea y entre éstas y las personas físicas o jurídicas nacionales de terceros Estados, previo reconocimiento mutuo por instrumento internacional. Tanto la libre circulación de los derechos de emisión como su régimen de transmisión no sometido a restricciones intrínsecas, previstos por el régimen español, configuran éste en un derecho susceptible de ser objeto de negocios jurídicos en el mercado.

## XI. NATURALEZA JURÍDICA DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

Una de las cuestiones más relevantes en el estudio de los derechos de emisión de dióxido de carbono lo constituye, sin duda, la relativa a la configuración de su naturaleza jurídica, para lo que únicamente se cuenta con la calificación que el legislador español realiza de este tipo de derechos en la normativa española reguladora del régimen especial de comercio sobre derechos de emisión de gases GEI.

El artículo 20.1 de la Ley 1/2005, en ejecución y desarrollo de la Directiva 2003/87/CE, como sucede en el Derecho británico<sup>(61)</sup>, no concreta la naturaleza jurídica del derecho de emisión de dióxido de carbono, más allá de su calificación como “derecho subjetivo”.

Cuestión de imposible elusión es, por tanto, determinar cuáles son los lindes y el ámbito, en definitiva, la naturaleza jurídica del derecho de emisión. Esta tarea debe realizarse siempre bajo los límites impuestos por la calificación legal de la Ley 1/2005 que difiere de la conferida en el Derecho comparado,

---

<sup>(61)</sup> Véase *Greenhouse Gas Emissions Trading Scheme Regulations 2003, Statutory Instrument 2003, No. 3311*.

como ocurre en el Derecho anglosajón<sup>(62)</sup>, el Derecho francés<sup>(63)</sup>, y el Derecho alemán<sup>(64)</sup>.

La parquedad del legislador en la calificación de la naturaleza jurídica del derecho explica, en gran parte, los enormes esfuerzos de la doctrina administrativista por esclarecer los aspectos relacionados con la naturaleza jurídica de la atmósfera en cuanto objeto sobre el que se vierte el resultado de la emisión. En este sentido los administrativistas han centrado el análisis de la cuestión en determinar si la atmósfera, sobre la que se vierten las emisiones de gases GEI, es o no un bien demanial de “uso público por naturaleza”<sup>(65)</sup> o si, por el contrario, su naturaleza jurídica responde mejor al concepto romano de *res*

---

(62) En el Derecho norteamericano la *Clean Air Act 1990*, el legislador simplemente ha optado por una técnica negativa de calificación del derecho, al excluir su configuración como derecho de propiedad (*property right*): “Such allowance does not constitute a property right. Nothing in this subchapter or in any other provision of law shall be construed to limit the authority of the United States to terminate or limit such authorisation...”.

En el Derecho inglés el objeto del comercio lo constituye los permisos o concesiones para emitir una tonelada de CO<sub>2</sub> (*allowance*). Es por ello que la versión inglesa del artículo 3.a) de la Directiva 2003/87/CE establece, al referirse al objeto del comercio de emisiones, que “*allowance means an allowance to emit one tonne of carbon dioxide equivalent during a specified period, which shall be valid only for the purposes of meeting the requirements of this Directive and shall be transferable in accordance with the provisions of this Directive*”.

(63) En el Derecho francés, sin embargo, y pese a denominar *quota* a la unidad objeto de comercio, existe una corriente doctrinal importante que considera los derechos de emisión como bienes muebles, incorporales, fungibles, consumibles y transferibles (Véanse LE BARS, B., “La nature juridique des quotas d’émission de gaz à effet de serre après l’ordonnance du 15 avril 2004”, en *La Semaine Juridique Édition Générale*, núm. 28, 2004, p. 1269, AGBAYISSAH/SEGALEN, *Aspects juridiques et comptables des quotas d’émission de gaz à effet de serre*, Rapport rédigé pour le Mission Climat de la CDC, PriceWaterhouse Coopers y Landwell, abril, 2003, p. 30).

(64) Apoyándose en el artículo 453 BGB, existe una corriente doctrinal en el Derecho alemán que considera los derechos de emisión como títulos sometidos al régimen de los bienes (véanse MICHAELIS, L. y HOLTWISCH, C., “Die deutsche Umsetzung der europäischen Emissionshandelsrichtlinie”, en *Neue Juristische Wochenschrift*, vol. 30, 2004, pp. 2127-2132).

(65) GARRIDO FALLA, F., *Tratado de Derecho Administrativo*, III, 11.ª ed., Tecnos, Madrid, 2002, p. 509; FUENTES BODELÓN, F., *Derecho Administrativo de los bienes (Dominio Público y Patrimonio)*, Escuela Nacional de Administración Pública, Madrid, 1977, p. 53.

*communis omnium* o cosa de todos<sup>(66)</sup> y, en cuanto tal, de uso común indudable y, por ende, inapropiable por naturaleza<sup>(67)</sup>.

La finalidad perseguida no es otra que la de justificar la intervención del Estado en la regulación de los derechos de emisión de gases GEI, que ha originado un replanteamiento acerca de las modernas circunstancias del dominio público<sup>(68)</sup>. De acuerdo con este planteamiento, parece coherente entender, por tanto, que si la atmósfera es una *res communis omnium*, sólo al Estado corresponde, en el ejercicio de las potestades de policía y en cumplimiento del mandato del artículo 45.2 de la CE de protección del medio ambiente, limitar las *inmisiones* que las actividades generadoras de gases GEI producen sobre la atmósfera<sup>(69)</sup>, bien entendidas dichas inmisiones<sup>(70)</sup> como las conductas que suponen una intromisión en el derecho de propiedad ajena o sobre la *res comunis omnium* y, por tanto, especialmente aptas para provocar perturbación en el disfrute pacífico de la atmósfera en cuanto “recipiente” del aire que la envuelve<sup>(71)</sup>.

---

<sup>(66)</sup> MARTÍN MATEO, R., *Tratado de Derecho ambiental*, vol. I, Trivium, Madrid, 1991, p. 429.

<sup>(67)</sup> En este sentido, sirva el pronunciamiento del Tribunal Supremo de 30 de noviembre de 1990, para el que “el aire es un bien común limitado y su utilización y disfrute deberá supeditarse a los superiores intereses de la Comunidad frente a los intereses individuales o de grupos movidos por la explotación económica de la energía o industria”.

<sup>(68)</sup> MARTÍN MATEO, R., *Manual de Derecho Administrativo*, 22.<sup>a</sup> ed., Aranzadi, Madrid, 2003, p. 427.

<sup>(69)</sup> El aire es un bien común limitado y, por lo tanto, su uso y disfrute debe supeditarse a los intereses más altos de la comunidad frente a los intereses individuales.

<sup>(70)</sup> Como bien señala la doctrina civilista, la inmisión no es más que la invasión de una propiedad ajena, que se produce por medio de la penetración de sustancias molestas, como pueden ser ruidos, vibraciones, humos, gases, olores, polvo, calor, cenizas y cualesquiera otros agentes que sean nocivos para las actividades que se desarrollan y perjudiciales para la salud de las personas o peligrosas por razón de los riesgos que comportan (MARTÍNEZ-CALCERRADA Y GÓMEZ, L., “El medio ambiente y el Derecho Civil”, en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Luis Díez Picazo*, Tomo II, Madrid, 2003, p. 2534).

<sup>(71)</sup> El artículo 590 del Código Civil, que ha constituido la base para el desarrollo de la doctrina de las “inmisiones”, establece que “nadie podrá construir cerca de una pared ajena o medianera pozos, cloacas, acueductos, hornos, fraguas, chimeneas, establos, depósitos de materias corrosivas, artefactos que se muevan por el vapor, o fábricas que por sí mismas o por sus productos sean peligrosas o nocivas, sin guardar las distancias prescritas por los reglamentos y usos del lugar, y sin ejecutar las obras de resguardo necesarias, con sujeción, en el modo, a las condiciones que los mismos reglamentos prescriban. A falta de reglamento se tomarán las precauciones que se juzguen necesarias, previo dictamen pericial a fin de evitar todo daño a las heredades o edificios vecinos”.

Frente a esta postura, existen algunos autores, con los que nos identificamos, que empiezan a entender que tanto la tutela ejercida por el poder público sobre el medio ambiente como, en concreto, los derechos de emisión de gases GEI en cuanto instrumento limitativo y restrictivo constituyen la expresión más clara de las limitaciones que el Estado puede imponer en el uso de las potestades de policía que le corresponde<sup>(72)</sup>.

Sea o no considerada la atmósfera como un bien demanial o entendamos, por el contrario, que la intervención estatal en la regulación de los derechos de emisión de gases GEI tiene su base en las potestades de policía que al Estado corresponde, lo cierto es que la utilidad de los esfuerzos de la doctrina administrativista quedan limitados a la justificación y fundamento de la intervención estatal en las restricciones en las emisiones, pero no parecen esclarecer la tan debatida cuestión de la naturaleza jurídica del derecho de emisión, por varias y justificadas razones ya expuestas en cuanto a las facultades que otorga<sup>(73)</sup>. Pero, sobre todo, porque el derecho subjetivo de emisión de gases GEI no otorga un derecho de utilización del aire o de la atmósfera, sino algo muy distinto<sup>(74)</sup>: un derecho a realizar una conducta o, según se considere, a realizar una conducta y a exigir del Estado el respeto de aquélla mediante otra conducta en sentido negativo que supondrán la ausencia de sanción administrativa.

En este sentido, el mercado de derechos de emisión comerciables introduce una técnica complementaria de regulación que proporciona una medida que facilita el cumplimiento de las prescripciones impuestas por los poderes públicos<sup>(75)</sup>. La regulación del comercio de los derechos de emisión y éstos, en cuanto instrumentos al servicio de un fin, no son sino medios complementarios de las técnicas de policía tradicionales y del principio “quien contamina paga”<sup>(76)</sup>, pero con un novedoso sistema: alcanzar los mismos objetivos de reducción a través de la imposición de la obligación a la empresa consistente en la

---

(72) BARCELONA LLOP, J., “Consideraciones sobre el dominio público natural”, en *RarAP*, núm. 13, 1998, p. 122; ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “La posible calificación de la unidad de carbono: qué son y qué pueden llegar a ser en Derecho español”, en *Revista interdisciplinaria de Gestión Ambiental*, agosto-septiembre 2002, núm. 44-45, p. 9; SANZ RUBIALES, I., “Una aproximación al nuevo mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero”, en *Revista española de Derecho Administrativo*, núm. 125 (enero-marzo 2005), p. 39.

(73) Véase *ut supra*, epígrafe 9.

(74) Véase *infra*, epígrafe 9.

(75) ANDERSON/LEAL, *Ecología de mercado*, Unión Editorial, Madrid, 1993, pp. 241-242.

(76) *Libro Verde sobre el comercio de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Unión Europea*, presentado por la Comisión, Bruselas, 8 de marzo de 2000, COM (2000) 87 final, pp. 6-7.

compra de derechos de emisión por cada tonelada de más en que aquélla se exceda de los límites marcados por la asignación individual de cuotas de emisión<sup>(77)</sup>.

Cuando de delimitar la naturaleza jurídica de los derechos de emisión se trata, existen algunos autores que parten, a tal fin, del sistema bifásico de asignación-reasignación<sup>(78)</sup> en que se basa el régimen especial de comercio sobre derechos de emisión, y que en nuestro ordenamiento jurídico viene operando en el ámbito del Derecho administrativo como respuesta a la tensión existente entre asignación pública y eficiencia de la asignación de recursos a través del mercado (por ejemplo, en los sectores del agua y los conocidos como *slots*)<sup>(79)</sup>.

Sin embargo, no parece que el recurso a esta tesis sirva para comprender y delimitar la esencial naturaleza jurídica de los derechos de emisión de dióxido de carbono, porque, si bien es cierto que el régimen español de derechos de emisión de dióxido de carbono se basa precisamente en este doble mecanismo de asignación pública y reasignación de recursos escasos, no lo es menos que las especiales singularidades de los derechos de emisión de gases GEI apuntan hacia categorías distintas a la de ser aquéllos meros derechos de utilización sobre recursos escasos a través de concesiones administrativas o, lo que es lo mismo, a la de una naturaleza jurídica pura y típicamente administrativa. En efecto, los derechos de emisión de gases GEI tienen un origen legal como resultado de las obligaciones asumidas por el Estado español en materia de limitación en la emisión de gases GEI, en cuanto Estado miembro de la Unión Europea. Su origen y nacimiento no radica en la voluntad contractual de la Administración, sino en una imposición y obligación legal comunitaria que

---

(77) Y es aquí donde este sistema se reafirma como un instrumento al servicio del principio “quien contamina paga”, y a su vez el carácter novedoso del régimen jurídico previsto en la Ley 1/2005, al permitir la negociación de la conducta nociva amparada por el derecho de emisión en el mercado cuando su titular y autorizado administrativamente no necesita ejercitarlo o cuando su titular no puede ejercitarlo. Aun cuando en la asignación individualizada, el Estado otorga a determinados agentes el conjunto de derechos de los que forma parte el Plan Nacional de asignación, lo cierto es que aquellos que no hagan uso de los derechos podrán transmitirlos a quienes los demanden.

(78) Sobre la tensión existente entre la asignación pública de los recursos y la asignación eficiente del mercado y su traducción en los distintos sectores de regulación del Derecho español, véase ESTEVE PARDO, J., “El mercado de títulos administrativos. Asignación objetiva, reasignación transparente”, en *Estudios de Derecho público económico. Libro homenaje al Profesor Dr. D. Sebastián Martín-Retortillo*, Civitas, Madrid, 2003, pp. 743-757.

(79) Véase SANZ RUBIALES, I., “Una aproximación...”, ob. cit., p. 36.

tiene su expresión directa en el Plan Nacional de asignación como título constitutivo del derecho<sup>(80)</sup>.

Por otra parte, aunque las concesiones administrativas puedan en algunas ocasiones ser objeto de negocios jurídicos (no en todas como ocurre con las autorizaciones *intuitu personae* o aquellas en las que el elemento personal no es reemplazable), sin embargo, esta característica no convierte al derecho de utilización sobre el recurso escaso en derecho autónomo e independiente de aquélla y libremente transmisible<sup>(81)</sup>, como así sucede con el derecho de emisión (véase artículo 21 de la Ley 1/2005) para cuya circulación y negociación, lejos de cualquier intervención pública<sup>(82)</sup> y<sup>(83)</sup>, el régimen especial de comercio sobre derechos de emisión sólo exige la titularidad en favor de su transmitente.

Por todo ello, entendemos necesario un replanteamiento de esta cuestión que se adecue al específico régimen y especialidades del derecho de emisión de gases GEI para acercarlo a la categoría de derechos especiales.

Centrando esta cuestión, deberemos partir de la calificación que el legislador español otorga, en sentido amplio, al derecho de emisión como derecho subjetivo a emitir una tonelada equivalente de dióxido de carbono y que otorga a su titular la facultad o poder de hacer valer sus propios derechos, limitar los ajenos, poseer o exigir algo conforme a la norma jurídica.

Como señala el artículo 20.1 de la Ley 1/2005, el derecho de emisión de dióxido de carbono es un derecho subjetivo<sup>(84)</sup>, que confiere a su titular, cuando cuenta además con la correspondiente autorización administrativa o permiso para emitir, un poder jurídico consistente en la facultad de expulsar a la atmós-

---

(80) Las licencias o autorizaciones administrativas no constituyen en su acepción clásica títulos constitutivos de los derechos (véase MARTÍN-RETORTILLO, *Derecho Administrativo*, vol. I, Madrid, 1988, pp. 176 y ss.

(81) Como señala PAREJO GAMIR, “las concesiones, pese a su origen y naturaleza típicamente administrativa, son objeto a diario del tráfico jurídico privado; del tráfico civil ordinario, en forma análoga a cualesquiera otros bienes. Las concesiones se venden y compran, se arriendan, se aportan a sociedades anónimas, se heredan y se constituyen sobre ellas garantías hipotecarias” (PAREJO GAMIR, R., “Transmisión y gravamen de concesiones administrativas”, en *RAP*, núm. 107, 1985, p. 21).

(82) Por el contrario, en relación con los *slot* el legislador comunitario establece la necesidad de que un coordinador otorgue su consentimiento para las transmisiones *inter privados*.

(83) ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “El mercado financiero de derivados de derechos de emisión”, en *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, núm. 66, Madrid, junio 2004, pp. 29-37.

(84) Sobre el estudio del derecho subjetivo en la doctrina véase ALBALADEJO, M., *Derecho Civil*, 14.<sup>a</sup> ed., tomo I, vol. II, Barcelona, 1996, p. 12; CASTÁN TOBEÑAS, J., “El concepto de Derecho subjetivo”, en *Revista de Derecho Privado*, 1940, pp. 121 y ss.; Díez PICAZO/GULLÓN, *Sistema de Derecho Civil*, 11.<sup>a</sup> ed., vol. I, Madrid, 2003, p. 40.

fera, *res communis omnium*, una cantidad de dióxido de carbono equivalente a una tonelada, sin que derive de tal conducta sanción administrativa alguna y ello por virtud del juego de dos principios sobre los que se sustenta el nuevo sistema:

- en primer lugar, por el **principio de limitación de emisión de gases**, lo que implica que a cada empresa se le asigne de forma individual una cuota de emisión permisible, de tal manera que si cada empresa limitara sus emisiones a dichas cuotas se obtendría el compromiso asumido por la Unión Europea y trasladable en el reparto al Estado español, esto es, la reducción global de emisiones de dióxido de carbono.
- en segundo lugar, por el **principio de quien contamina paga**, en virtud del cual toda empresa que libere emisiones por encima de la cuota asignada individualmente deberá adquirir derechos de emisión de dióxido de carbono.

Como ya apuntábamos anteriormente y al hilo de lo aquí expuesto, debe concluirse que el derecho de emisión de gases de dióxido de carbono no es un derecho de uso, pues no otorga un derecho a utilizar la capa de aire que envuelve la Tierra. El sistema de derechos de emisión no persigue gravar a quien utilice el aire como elemento constitutivo de la atmósfera, sino precisamente controlar que la emisión de dióxido de carbono a la atmósfera se limite, en la medida en que cuanto mayor sea dicha expulsión mayores serán también los efectos sobre la atmósfera.

En la misma línea, tampoco se trata de un derecho de propiedad<sup>(85)</sup>, porque no otorga las facultades propias del señorío. No hay apropiación del aire, ni de la atmósfera. La atmósfera y el aire que lo compone es un bien colectivo, una *res communis*<sup>(86)</sup>. En el mismo sentido, debe descartarse su consideración como derechos reales *administrativos*, y ello con base en las siguientes consideraciones. En primer lugar, porque, si bien es cierto que dichos derechos son de titularidad originaria del Estado (artículo 20.2 de la Ley 1/2005) no lo es menos que con ellos, como acabamos de reiterar, no se otorga a su titular las facultades derivadas del señorío sobre una cosa. En segundo lugar, porque mediante ellos

---

(85) MISTRAL, C., “Le régime juridique des droits d’émission de gaz à effet de serre en France”, en *Les Petites Affiches*, 146, 2004, p. 17 ; AGBAYISSAH/SEGAE LN, “Aspects juridiques et comptables des quotas d’émission de gaz à effet de serre”, Rapport rédigé pour le Mission Climat de la CDC, Price Waterhouse Coopers, abril, 2003, p. 30.

(86) En el derecho americano, la *Clean Air Act 1990*, establece claramente, refiriéndose a los derechos de emisión, que “such allowance does not constitute a property right. Nothing in this subchapter or in any other provision of law shall be construed to limit the authority of the United States to terminate or limit such authorisation...”.

se otorga la facultad de emitir, es decir, realizar una conducta cuyo sujeto pasivo es el Estado. En tercer lugar, porque el origen de estos derechos no deriva de la autonomía de la voluntad del Estado, esto es, su título constitutivo no es ningún caso un acto administrativo sino un título legal: el real decreto por el que se apruebe el correspondiente Plan Nacional de asignación<sup>(87)</sup>.

Por tanto, el derecho de emisión de dióxido de carbono, en cuanto que otorga a su titular la facultad de realizar una actividad nociva para la atmósfera consistente en la expulsión de una cantidad determinada de dióxido de carbono, debe ser subsumido en el ámbito del derecho subjetivo negativo, pues impone al sujeto pasivo, el Estado, una conducta negativa: la no imposición de las sanciones administrativas previstas en la legislación por las emisiones de dióxido de carbono emitidas, cuya cuantía se corresponda con la suma total de los derechos de emisión de los que es titular y además pueda utilizar (por cumplir con los requisitos y condiciones subjetivas y objetivas establecidas legalmente<sup>(88)</sup>).

En este sentido, el derecho de emisión se limita a la facultad de exigir al Estado una conducta “pasiva” o, lo que es lo mismo, el deber jurídico a cargo del Estado implica un “no hacer”, esto es, el deber jurídico de no sancionar administrativamente por la emisión de dióxido de carbono amparada por el derecho. Con ello el titular se arroga los beneficios, que no son otros que una ventaja patrimonial susceptible de valoración económica, derivada de no ser sancionado por el Estado por las emisiones amparadas por el derecho de emisión.

Así considerado el derecho subjetivo de emisión de dióxido de carbono, que le permite a su titular exigir o reclamar un comportamiento del Estado consistente en un “no hacer” (no sancionar) y, consiguiente, el cumplimiento de una determinada actuación, regulada legalmente, no es sino una *obligación* que refleja la correlación entre el deber jurídico del Estado de respetar la emisión y la facultad de exigir del titular<sup>(89)</sup>; ambos, deber y facultad, derivados del derecho subjetivo de emisión.

---

(87) Véase *ut supra*, epígrafe IV.

(88) Véase *ut supra*, epígrafe VI y VII.

(89) Como señala DÍEZ PICAZO, “la obligación es una situación jurídica, en la cual una persona (acreedor) tiene un derecho, que pertenece a la categoría de lo que más arriba hemos llamado derechos personales o de crédito. Es un derecho que le permite exigir o reclamar un comportamiento de otra persona (deudor), que soporta el deber jurídico de realizar a favor de aquél un determinado comportamiento (deber de prestación). Así considerada, la obligación no sólo es el deber jurídico, sino también un derecho subjetivo, perteneciente a la categoría de los derechos personales o de crédito. Si se prefiere, es la correlación entre ambos elementos componentes: un deber y un derecho; el crédito y la deuda” (DÍEZ PICAZO, *Fundamentos...*, op. cit., p. 49).

## XII. RÉGIMEN DE TRANSMISIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN DE DIÓXIDO DE CARBONO

Como advertimos en su momento, la particularidad del régimen especial de comercio sobre derechos de emisión se basa en el principio de reasignación de recursos escasos por el mercado de aquellos derechos excedentarios pertenecientes a los titulares de instalaciones que han operado una política de reducción de emisiones, pues sólo así se garantiza el efectivo control de las emisiones globales.

Por ello, y porque ésta es la única vía para conseguir la reasignación eficiente de derechos, el régimen regulador del comercio de derechos de emisión reconoce el carácter libremente transmisible de los derechos de emisión de dióxido de carbono (artículo 20.4 de la Ley 1/2005) y, en consecuencia, a éstos como derechos susceptibles de negociación impersonal. En estos términos se pronuncia el artículo 21.1 de la citada Ley al establecer que “los derechos de emisión podrán ser objeto de transmisión: a) Entre personas físicas o jurídicas en la Unión Europea. b) Entre las anteriores y personas físicas o jurídicas en terceros Estados, previo reconocimiento mutuo de los derechos de las partes firmantes en virtud de instrumento internacional”.

La transmisión de los derechos de emisión por su titular, sin embargo, no es posible con anterioridad a su expedición e “inmatriculación” en el Registro nacional de derechos de emisión mediante su inscripción en la cuenta de haberes de la Administración General del Estado (artículo 26 de la Ley 1/2005). En consecuencia, no será posible la transmisión de la titularidad sobre derechos de emisión aprobados por el Plan Nacional de asignación correspondiente que no hayan sido expedidos e inscritos en la cuenta de haberes de la Administración General del Estado antes del 28 de febrero del año inicial del período de vigencia de cada plan, fecha en la cual se debe haber producido la transferencia de los derechos de emisión de dicha cuenta a la cuenta del titular de cada instalación o a la del administrador fiduciario de cada agrupación (artículos 26.1 y 2 de la Ley 1/2005).

El régimen de transmisión de los derechos de emisión, fiel a la teoría del título y el modo de nuestro sistema español (artículo 609 del Código Civil), exige que el titular de un derecho de emisión, que pretende transmitirlo, tenga previamente anotado su derecho en su correspondiente cuenta de haberes abierta en el RENADE<sup>(90)</sup>. Al título o negocio de transmisión, tal y como exige el artículo 21.3 de la Ley 1/2005, deberá preceder la inscripción del derecho en la

---

<sup>(90)</sup> El principio de tracto sucesivo sobre el que se asienta la inscripción de derechos de emisión en el Registro Nacional de Derechos de Emisión, se encuentra regulado en el artículo 11 del Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, por el que se regula la organización y funciona-

cuenta del transmitente. Verificada dicha inscripción en la cuenta de haberes del transmitente, el sistema exige para la transmisión de su titularidad, de acuerdo con la teoría del título y el modo vigente del artículo 609 del Código Civil, el título transmisivo y la posterior “entrega” del derecho a favor del adquirente.

Ahora bien, en el régimen previsto por la Ley 1/2005, el modo de transmisión de los derechos de emisión se produce necesariamente mediante la correspondiente inscripción de transmisión, momento a partir del cual se entenderá realizada aquélla a favor de su adquirente (artículo 21.4 de la Ley 1/2005). En estos términos debe entenderse el tenor literal del artículo 13.1 del RD 1264/2005, con cuya redacción el legislador ha querido expresar, aunque de forma poco afortunada, que la transmisión y, en consecuencia, la adquisición de la titularidad de los derechos de emisión objeto de transmisión sólo se produce tras la correspondiente inscripción de la transmisión<sup>(91)</sup>. En consecuencia, la inscripción del derecho en la cuenta del adquirente tiene carácter constitutivo de los efectos traslativos de la titularidad, al igual que la tradición respecto de los bienes materiales. Ello se debe a que en el sistema español los derechos de emisión de dióxido de carbono se instrumentan mediante anotaciones en cuenta y desde el mismo momento en que aquél es objeto inscripción o “inmatriculación” en el Registro nacional a través de la correspondiente anotación en la cuenta de haberes de la Administración General del Estado, aquél se incorpora a ella de modo inseparable, y a su régimen de transmisión, que exige la inscripción contable a favor del adquirente para la producción de los efectos traslativos<sup>(92)</sup>.

Una vez verificada la inscripción de transmisión, el cambio de titularidad a favor del adquirente será efectivo y producirá todos los efectos jurídico-registrales frente a terceros. Dichos efectos, de acuerdo con el artículo 21.4 de la Ley 1/2005, se suceden en el momento en que se produce a favor del adquirente la inscripción de transmisión en su cuenta de haberes abierta en el RENADE.

Con anterioridad a la inscripción de transmisión el adquirente tendrá únicamente la facultad de exigir el cumplimiento de la obligación de transmitir

---

miento de dicho Registro. A tenor de dicho precepto, “para la inscripción de la transmisión o de cualquier otra circunstancia que afecte a los derechos de emisión, será precisa su previa inscripción en la cuenta de haberes abierta para el transmitente”.

<sup>(91)</sup> En concreto establece el artículo 13.1 del RD 1264/2005 que “la inscripción de los derechos de emisión tendrá lugar en el momento de su inscripción en el RENADE, previa finalización de los procesos de validación por el administrador central a que se refiere el artículo 14”.

<sup>(92)</sup> Establece el artículo 9.I de la LMV que “la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos”.

derivada del título, con base en aquél (resolución de asignación individualizada u obligación de entrega en los contratos de compraventa, futuros y opciones). Pero mientras esta última no se materialice, el derecho de emisión de dióxido de carbono corresponderá registralmente al transmitente quien, en principio, será el único legitimado para ejercitarlo, utilizarlo y disponer (artículo 21.5 de la Ley 1/2005), y podrá transmitirlo a un tercero de buena fe, a quien el sistema concede el beneficio de la irreivindicabilidad (artículo 21.5 de la Ley 1/2005).

### XIII. CONSIDERACIONES FINALES

En cumplimiento de los objetivos asumidos en el Protocolo de Kyoto de reducción de emisiones de gases GEI por la Unión Europea, y, en concreto, del Estado español como Estado miembro, en nuestro Derecho se reconoce un nuevo instrumento para frenar las devastadoras consecuencias de la liberación incontrolada de gases de efecto invernadero a la atmósfera. Los derechos de emisión de gases GEI constituyen un instrumento novedoso del Protocolo de Kyoto, que facilitan el cumplimiento de aquellos objetivos a quienes se encuentran afectados por la obligación de controlar y limitar sus emisiones.

El nuevo régimen español persigue, en concreto, la reducción de dióxido de carbono, partiendo del esquema instaurado por el Protocolo de Kyoto. Así, en primer lugar, impone límites globales de emisión de dióxido de carbono para cada período a los titulares o agrupación de instalaciones que operen en el territorio español, límites que no podrán ser superados en conjunto sin la imposición de las correspondientes sanciones administrativas. En segundo lugar, incentiva la reducción de emisiones de dióxido de carbono a la atmósfera, permitiendo al titular de derechos de emisión poder desprenderse de ellos en el mercado a cambio de un precio. En tercer lugar, permite la sobreproducción por un agente titular de una instalación o agrupación, siempre que ésta se efectúe con el amparo de un derecho de emisión adquirido de otro titular de instalación o agrupación, pues ello significará que el transmitente ha obtenido resultados exitosos en su política de reducción de dióxido de carbono.

Lo que prohíbe el régimen español y el Protocolo de Kyoto no es toda liberación de dióxido de carbono y de gases GEI, respectivamente, sino aquella que no se encuentre amparada por un derecho de emisión o cualquier otro título habilitante.

Esta premisa determina en gran parte no sólo la naturaleza jurídica del derecho de emisión, sino también sus características específicas frente al mismo instrumento regulado en el Derecho comparado, que en nuestro Derecho permiten calificarlo de *derechos especiales* por su origen, sus titulares y sus condiciones de ejercicio.

En este sentido, el derecho de emisión de dióxido de carbono se configura en el Derecho español como un derecho a realizar una conducta: emitir una

tonelada equivalente de dióxido de carbono, siempre y cuando el emisor y titular del derecho hayan sido previamente autorizados a emitir.

La primera especialidad del derecho de emisión de dióxido de carbono radica en que no permite a su titular ejercitar la facultad si éste incumple el requisito de ser titular de la correspondiente autorización administrativa para emitir.

La segunda especialidad del derecho es consecuencia de la primera. La titularidad del derecho de emisión no otorga la facultad de disfrute o utilización de su contenido, sino simplemente la de transmitirlo. En el régimen español, los derechos de emisión son derechos especialmente configurados para ser ejercitados por determinados sujetos, los titulares de instalaciones o agrupaciones de instalaciones, que previamente han debido obtener la correspondiente instalación.

La tercera especialidad, consecuencia de la segunda, deriva de los tipos o clases de titularidad sobre los derechos de emisión que impone el régimen español. Así, puede diferenciarse entre titularidades necesarias y titularidades voluntarias. Las primeras corresponden, con carácter originario, al Estado español y, derivativamente, a los titulares de instalaciones o agrupaciones de ellas. La titularidad originaria del Estado español se explica por la obligación que la Unión Europea ha impuesto a cada Estado miembro de crear y transmitir los derechos de emisión a los sujetos afectados, imposición concretada en el artículo 20.2 de la Ley 1/2005. La titularidad necesaria derivativa a favor de determinados sujetos se explica porque las prohibiciones o limitaciones que impone el régimen español, en cuanto al control de las emisiones de dióxido de carbono, tiene unos determinados destinatarios: los titulares de instalaciones o agrupaciones de ellas afectadas por su ámbito subjetivo. Por su parte, la titularidad voluntaria es consecuencia del carácter transmisible de los derechos de emisión de dióxido de carbono y alcanza a cualquier persona física o jurídica adquirente mediante un contrato de compraventa, de futuro o de opción (título de transmisión voluntario), sin que para la adquisición de dicha titularidad haya habido de ser autorizada administrativamente para emitir dióxido de carbono.

En cuarto lugar, el origen y contenido del derecho de emisión de dióxido de carbono viene predeterminado legalmente en el artículo 20.1 de la Ley 1/2005. Por lo que respecta a su origen, éste es diverso. No obstante ello, el título constitutivo de derechos de emisión de dióxido de carbono creados en el ámbito del régimen de la Ley 1/2005 es el Plan Nacional de asignación correspondiente. El titular de los derechos reconocidos en ese Plan nacional es siempre el Estado español, que deberá transmitirlos a favor de los titulares de instalaciones o agrupaciones de ellas, mediante la correspondiente resolución de asignación individualizada (título de transmisión derivativo necesario).

Por lo que respecta a su contenido, las facultades que confiere el derecho de emisión de dióxido de carbono permiten configurarlo como derecho subjetivo de naturaleza obligacional y de origen legal, cuyo sujeto pasivo es el Estado, quien, en el ámbito del régimen español sobre comercio de derechos de emisión, deberá “consentir” o “no sancionar” la conducta permitida por el derecho y realizada por quienes cumplan con las condiciones subjetivas y objetivas impuestas por el régimen español, de acuerdo con las características propias de este derecho (derechos sometidos a término final).

---

# CRÓNICA

---

**LA LEY 44/2006, DE 29 DE DICIEMBRE, DE MEJORA  
DE LA PROTECCIÓN DE LOS CONSUMIDORES  
Y USUARIOS: CONTENIDO Y REFLEXIONES  
A LA LUZ DE SU ARTICULADO**

JAVIER MARTÍNEZ ROSADO

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

---

**SUMARIO**

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. MODIFICACIONES EN MATERIA DE CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN.
  - 1. Ampliación del concepto de cláusulas abusivas.
  - 2. Ejercicio de acciones colectivas.
  - 3. Extensión del régimen de protección de los consumidores.
  - 4. Prohibición de cláusulas que impongan obstáculos abusivos o desproporcionados para el ejercicio de los derechos reconocidos al consumidor en el contrato. Prohibición del “redondeo al alza”.
  - 5. Protección al comprador de viviendas.
  - 6. Integración de los contratos conforme a la buena fe objetiva.
- III. EL DERECHO DE INFORMACIÓN.
- IV. MEDIDAS EN RELACIÓN CON EL ARBITRAJE.
- V. EL CONTRATO DE APARCAMIENTO.

*RDBB núm. 106 / Abril-Junio 2007*

VI. ENTIDADES REPRESENTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS.

1. Las asociaciones de consumidores y usuarios.
2. El Consejo de Consumidores y Usuarios.

VII. SEGURIDAD GENERAL DE PRODUCTOS.

VIII. DELIMITACIÓN DE LAS COMPETENCIAS SANCIONADORAS.

IX. OTRAS MODIFICACIONES.

---

I. INTRODUCCIÓN

El pasado 30 de diciembre se publicó en el BOE la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios (en adelante, Ley de Mejora), en vigor desde el día siguiente al de su publicación. Como se indica en la Exposición de Motivos, I, su razón de ser es doble. De un lado, dar cumplimiento a una reciente sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. De otro, incorporar toda una serie de mejoras en la protección de los consumidores. En este último sentido, la Ley ha supuesto un eslabón más —un importante eslabón— en la protección de aquéllos<sup>(1)</sup>. Prueba de ello es la buena acogida que ha tenido en los medios de comunicación, ya que, como señala el Gobierno<sup>(2)</sup>, la Ley incorpora tres medidas que venían siendo “repetidamente requeridas por los ciudadanos” y que ya se encontraban en el “punto de mira” del Plan de Actuación en materia de cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores adoptado por la 13.<sup>a</sup> Conferencia

---

(1) Conviene destacar que, como indica la Memoria justificativa del Proyecto de Ley de Mejora de la Protección de los Consumidores y Usuarios, redactada por los Ministerios de Justicia y de Sanidad y Consumo (epígrafe I.B), el proyecto “ha sido objeto de una amplia consulta. Así, se ha sometido a audiencia de las comunidades autónomas y de los sectores afectados, en particular las organizaciones del sector de aparcamientos, y ha sido informado por el Consejo de Consumidores y Usuarios”. También se sometió a informe de la CEOE y de la ANGED (Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución), del Consejo General del Poder Judicial, de la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, del Fiscal General del Estado, de la Comisión Permanente del Consejo Asesor de las Telecomunicaciones y de la Sociedad de la Información, del Consejo Económico y Social y del Consejo de Estado.

(2) Vid. [www.la-moncloa.es/Consejo de Ministros/Referencias/\\_2006/refc20060324.htm](http://www.la-moncloa.es/Consejo_de_Ministros/Referencias/_2006/refc20060324.htm).

Sectorial de Consumo celebrada el 29 de noviembre de 1999<sup>(3)</sup>: el derecho a darse de baja de los contratos suscritos con prestadores de servicios con las mismas facilidades con que se dan de alta, la facturación por tiempo real de estancia en los aparcamientos y, en general, la eliminación de los redondeos al alza en el precio de productos y servicios. Cosa distinta será comprobar cómo los sectores empresariales implicados intentan evitar la pérdida de ingresos que supondrá la puesta en práctica de estas medidas, en el supuesto de que efectivamente se produzca. De hecho, al momento de redactar estas líneas las principales operadoras de telefonía móvil han aumentado el coste de establecimiento de llamada, y aunque el Gobierno ha señalado al respecto que remitirá el estudio del caso al Servicio de Defensa de la Competencia, mucho nos tememos que la dificultad de probar la existencia de un acuerdo colusorio, o de una práctica “concertada o conscientemente paralela, que tenga por objeto, produzca o pueda producir el efecto de impedir, restringir o falsear la competencia”<sup>(4)</sup>, así como la aplicación de la regla general según la cual la fijación de los precios es libre<sup>(5)</sup>, acabarán legitimando dicha práctica y provocarán que en la práctica sea el bolsillo del consumidor el que acabe sufragando dicha merma de beneficios.

Con todo, el ámbito de aplicación de la Ley de Mejora es mucho mayor que el que se acaba de señalar. La Ley, que se compone de tres artículos, cuatro disposiciones transitorias, dos disposiciones adicionales y once disposiciones finales, modifica todo un conjunto de preceptos de diversas Leyes relativas a los consumidores. En concreto, los primeros modifican, respectivamente, la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (en adelante, LGDCU), la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación (en adelante, LCGC) y la Ley 40/2002, de 14 de noviembre, reguladora del Contrato de Aparcamiento de Vehículos (en adelante LCAV); y las disposiciones finales primera, octava y novena modifican puntualmente la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (aprobada por RD Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, en adelante LOSSP), la Ley 11/2001, de 5 de julio, por la que se crea la Agencia Española de Seguridad Alimentaria y la Ley 1/2004, de 21 de diciembre, de Horarios Comerciales. Entre todas las modificaciones, sobresale —si se puede decir así— la que afecta

---

(3) Detalles en [www.consumo-inc.es/informes/interior/informes/frame/documentos/clausulasab](http://www.consumo-inc.es/informes/interior/informes/frame/documentos/clausulasab).

(4) Cfr. art. 1 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, y art. 1 de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, que entrará en vigor el 1 de septiembre de 2007 y derogará a aquélla.

(5) Cfr. arts. 17.1 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal, y 13.1 de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista.

a la LGDCU <sup>(6)</sup>, si bien conviene advertir que la nueva redacción de la LGDCU tiene sus días —tal vez meses— contados, dado que la disposición final quinta de la Ley de Mejora habilita al Gobierno para que en plazo de doce meses proceda a refundir en un único texto dicha Ley así como las normas de transposición de las directivas comunitarias dictadas en materia de protección de los consumidores y usuarios que inciden en los aspectos regulados en ella, trabajos que ya se encuentran en un avanzado estado de gestación.

A continuación se ofrece una visión panorámica de la Ley, acompañada de algunas reflexiones. Como es obvio, la variedad y heterogeneidad de los aspectos que se contempla hace imposible un análisis exhaustivo de todos y cada uno de ellos. Por esto, se presta mayor atención a aquéllos en los que existe un cuerpo doctrinal y/o jurisprudencial consolidado y que guardan mayor relación con la contratación mercantil, limitándonos en otros poco más que a describir el régimen legal (así, en materia de asociaciones de consumidores). Por otra parte, y dada la finalidad del presente estudio, se ha considerado conveniente dividir los temas tratados por la Ley *ratione materiae* —y no ir comentando precepto por precepto— distinguiendo en este sentido ocho grandes grupos: las modificaciones relativas a las condiciones generales de la contratación, al derecho de información, al arbitraje, al contrato de aparcamiento, a las asociaciones de consumidores y usuarios y al Consejo de Consumidores y Usuarios, las normas relativas a la seguridad general de productos, las infracciones y sanciones y otras modificaciones.

## II. MODIFICACIONES EN MATERIA DE CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN

### 1. Ampliación del concepto de cláusulas abusivas

Dado que en el tráfico se venía observando la existencia de una serie de prácticas que bien podían calificarse de abusivas pero que, por no formar parte del contenido contractual, resultaba difícil perseguir, la nueva redacción del art. 10 bis.1 de la LGDCU <sup>(7)</sup> equipara las prácticas no consentidas expresamente a las estipulaciones no negociadas individualmente. La Ley otorga, por tanto, los mismos efectos a unas y otras, de manera que, por ejemplo, aquéllas podrán calificarse de abusivas si causan, en detrimento del consumidor, un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones de las partes.

---

<sup>(6)</sup> De hecho, constituye la reforma más importante de ésta desde su promulgación.

<sup>(7)</sup> Redacción dada por el art. 1.4 de la Ley de Mejora.

No obstante, debe advertirse, como señala el Consejo de Estado <sup>(8)</sup>, que aun siendo estimable la finalidad confesada por los redactores del Anteproyecto, la consideración de tales prácticas como “cláusulas abusivas” no es del todo afortunada, pues ni son cláusulas, sino como mucho usos, ni son objeto de negociación por su propia naturaleza. Y es que la redacción final del reformado art. 10 bis 1 de la LGDCU señala, de manera poco acertada, que “se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente y *todas aquellas prácticas no consentidas expresamente* que, en contra de las exigencias de la buena fe...” (la cursiva es mía), cuando realmente podía haber suprimido la referencia a “todas aquellas prácticas no consentidas expresamente” y haber añadido una frase en el número 2 de dicho precepto, que es el que dispone que dichas cláusulas y prácticas son nulas y se tendrán por no puestas, de un tenor como el que sigue: “Lo dispuesto en este apartado se aplicará asimismo a las prácticas no consentidas de manera expresa que sean calificadas como abusivas”. En cualquier caso, como decía, es destacable que dichas prácticas puedan ser calificadas de abusivas.

## 2. Ejercicio de acciones colectivas

No es necesario insistir en la importancia que han adquirido en la práctica las acciones colectivas. Basta con señalar al respecto que la Ley alemana de Condiciones Generales de la Contratación de 1976 introdujo la posibilidad de su ejercicio para dar respuesta “a la contrastada insuficiencia de los mecanismos de control concreto [individuales] para hacer frente al nada infrecuente empleo de condiciones generales ilícitas o abusivas” <sup>(9)</sup>, posibilidad que posteriormente fue impuesta a los Estados miembros de la Unión Europea por el art. 7 de la Directiva sobre cláusulas abusivas.

Pues bien, la Ley de Mejora introduce asimismo una modificación en materia de acciones colectivas, lo que tiene su razón de ser en la diferente

---

<sup>(8)</sup> Dictamen de 13 de marzo de 2006, p. 36. Aunque se refiere al Anteproyecto, no hay inconveniente en trasladar sus afirmaciones a la redacción final aprobada por la Ley, pues no ha sufrido alteración alguna en este punto. Esto mismo vale para las demás citas a dicho Dictamen, salvo cuando se indica lo contrario.

<sup>(9)</sup> PAGADOR LÓPEZ, J., *Condiciones generales y cláusulas contractuales predispuestas. La Ley de condiciones generales de la contratación*, Madrid, Barcelona, 1999, p. 575. Como añade a continuación, la ineficacia de las acciones individuales tiene su causa en el desconocimiento generalizado del Derecho aplicable por parte de los adherentes, así como su inhibición o desconfianza ante los mecanismos judiciales de solución de conflictos.

naturaleza y finalidad de estas acciones respecto a las individuales<sup>(10)</sup>: en adelante la regla de la interpretación más favorable al consumidor solamente será aplicable cuando se ejerciten acciones individuales (arts. 10.2 de la LGDCU y 6.2 de la LCGC, en su nueva redacción<sup>(11)</sup>).

Con ello se trata de transponer adecuadamente el art. 5 de la Directiva 93/13/CEE, siguiendo las indicaciones de la sentencia del TJCE de 9 de septiembre de 2004<sup>(12)</sup>. La sentencia indica, en efecto, que, conforme al art. 5.III de la Directiva<sup>(13)</sup>, la norma de interpretación favorable al consumidor no será aplicable en el marco de los procedimientos correspondientes a las acciones de cesación, pues —razona el mismo Tribunal— cuando se ejercita la acción de cesación no se está valorando una cláusula que forma parte de un contrato, sino que puede llegar a formar parte de un contrato.

En cualquier caso, llama la atención lo mucho que ha tardado el legislador en adecuar el dictado de ambas leyes al de la Directiva. De un lado, porque aunque una y otra guardaban silencio acerca de las reglas de interpretación en

---

(10) La LCGC ya ha sufrido alguna modificación en materia de acciones colectivas por el motivo mencionado. En concreto, el art. 20.1 de dicha Ley fue derogado por la disposición derogatoria única, apartado 2.15, de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, ya que se había criticado —con razón— su última frase, a tenor de la cual la sentencia estimatoria obtenida en un proceso incoado mediante el ejercicio de la acción de cesación, además de imponer al demandado la obligación de eliminar de sus condiciones generales las que declare contrarias a lo prevenido en la LCGC y de abstenerse de utilizarlas en lo sucesivo, “aclarará la eficacia del contrato”. Como señaló ROCA GUILLAMÓN, J., “Reglas de interpretación de las condiciones generales de los contratos”, en *Condiciones generales de la contratación y cláusulas abusivas*, dir. NIETO CAROL, U., Valladolid, 2000, p. 314, no es “convinciente” que el Juez pueda aclarar la eficacia del contrato como efecto de la estimación de una acción de cesación, “porque esa acción de cesación se mueve en el ámbito del interés abstracto del capítulo IV y no en el del interés particular, que se protege a través de las acciones de no incorporación y nulidad del capítulo II de la LCGC. En la práctica la hipótesis sólo parece posible en el caso de que la iniciativa de interponer alguna de las acciones colectivas haya sido tomada por alguna de las entidades legitimadas, a partir de una suerte de denuncia ante ellas por el consumidor o adherente, derivada de la discrepancia en torno al alcance o sentido de alguna cláusula de un concreto contrato; aun así, el objeto de la acción colectiva discurrirá paralelo, si se quiere, a la cuestión privada, pero en rigor su substancia seguirá siendo distinta”.

(11) Redacción dada por los arts. 1.3 y 2.2 de la Ley de Mejora, respectivamente.

(12) Asunto C-70/2003.

(13) El art. 5.III de dicha Directiva dispone que la norma de interpretación más favorable no será aplicable en el marco de los procedimientos que establece el art. 7.2 de la misma, esto es, a los procedimientos judiciales o administrativos en virtud de los cuales las personas y organizaciones que tengan un interés legítimo en la protección de los consumidores para que se determine “si ciertas cláusulas contractuales, redactadas con vistas a su utilización general, tienen carácter abusivo y [se] apliquen los medios adecuados para que cese la aplicación de dichas cláusulas”.

materia de acciones colectivas, no cabe duda que dicho silencio tenía su origen en el texto de la Directiva, ya que lo que tanto la LGDCU como la LCGC contenían explícitamente era la regla de la interpretación *contra stipulatorem* o *contra proferentem* en materia de acciones individuales (arts. 10.2 y 6.2, respectivamente). De otro, porque cuanto se acaba de señalar (la diferente regla de interpretación que consagraba la Directiva, según se ejercitara una acción individual o una colectiva) no había pasado por alto a la doctrina<sup>(14)</sup>: objeto de consideración en caso de acciones colectivas —señalaba esta última— es el clausulado de condiciones generales en sí, en cuanto acto de predisposición negocial, con independencia de los contratos que hayan podido celebrarse sobre su base<sup>(15)</sup>. Por otra parte, y velando por los intereses de los consumidores, debe añadirse que, suponiendo que la cláusula perjudica los intereses de estos últimos, es más “sencillo” declararla nula por oscura o ambigua interpretándola de manera objetiva que si se interpreta conforme a la regla de la interpretación más favorable para el consumidor<sup>(16)</sup>.

No obstante lo anterior, un sector de la doctrina fundamenta la regla de la no interpretación *contra stipulatorem* o *contra proferentem* en materia de acciones colectivas con un razonamiento ligeramente diferente. En concreto, se dice que —tratándose de acciones colectivas— la interpretación ha de ser abstracta o “externa” y no individualizada, interna o “circunstanciada”, pues la naturaleza objetiva de la legitimación para el ejercicio de las acciones judiciales o recursos administrativos, encomendada a quienes tienen interés legítimo en la defensa de los consumidores, impide que pueda hablarse de interpretación más favorable al consumidor o “parte débil” del contrato. En consecuencia —se concluye— el hecho de que la LCGC no se haya referido a la no interpretación a favor del adherente en materia de acciones colectivas tiene sentido en tanto así

---

(14) Cfr. PAGADOR LÓPEZ, J., *Condiciones generales...*, cit., pp. 79 y 579.

(15) Por todos, PAGADOR LÓPEZ, J., *Condiciones generales...*, cit., pp. 575 y 579.

(16) ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Las condiciones generales de la contratación*, Madrid, 1991, pp. 326 y 327, señalaba —con anterioridad a la promulgación de la LCGC, esto es, cuando las condiciones generales solamente se encontraban reguladas en la LGDCU, que no contenía un procedimiento de control abstracto— que, por si el Anteproyecto —que sí contenía dicho procedimiento de control abstracto— se convertía en Ley, la regla de la interpretación *contra proferentem* debía desglosarse de la siguiente manera: “en el ámbito individual [las condiciones generales] se interpretarán en el sentido más favorable para el adherente y en el ámbito del control abstracto en su sentido más perjudicial para el adherente” (esto es, el más beneficioso para el predisponente), pues si se interpretara la cláusula en ambos casos en el sentido más favorable para el adherente, no podría declararse su ineficacia cuando al menos en uno de sus sentidos posibles, la cláusula no resultara contraria a las disposiciones de control del contenido.

se ha evitado una redundancia, puesto que esta regla se encuentra implícita<sup>(17)</sup>. No obstante, parece más convincente el razonamiento de la sentencia del TJCE, pues la existencia de las acciones colectivas —y la legitimación para ejercitarlas— tienen su origen en la ineficacia que para los consumidores supone en muchas ocasiones el que la Ley les permita acudir a las acciones individuales<sup>(18)</sup>.

### 3. Extensión del régimen de protección de los consumidores

La nueva dicción de los arts. 10 bis.3 de la LGDCU y 3.II de la LCGC<sup>(19)</sup> posibilitarán en adelante la aplicación de las normas de protección de los consumidores frente a las cláusulas abusivas, incluso aunque el consumidor haya elegido como derecho aplicable el de un tercer Estado, siempre y cuando el contrato mantenga una relación “estrecha” con el territorio de un Estado miembro de la Unión Europea. De esta manera, se da cumplimiento, asimismo, a la sentencia citada del TJCE de 9 de septiembre de 2004. En ésta el TJCE afirmó que España había introducido restricciones a lo dispuesto en el art. 6.2 de la Directiva 93/13/CE, restricciones que tenían su causa en la redacción anterior del art. 10 bis.3 de la LGDCU, que permitía la aplicación de las normas de protección de los consumidores contenidas en la propia LGDCU solamente a determinados contratos (los mencionados en el art. 5 del Convenio de Roma de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales<sup>(20)</sup>), y en la del art. 3.II de la LCGC, que exigía que el adherente hubiera emitido su declaración negocial en territorio español y que tuviera en éste su residencia habitual.

La Ley de Mejora añade una última frase al art. 3.II de la LCGC, a tenor de la cual cuando el adherente sea un consumidor se aplicará el art. 10 bis.3 de la LGDCU, y en este último, además de suprimirse la referencia al art. 5 del

---

(17) ROCA GUILLAMÓN, J., “Reglas de interpretación...”, cit., pp. 334 y 335.

(18) Con todo, y como llama la atención ROCA GUILLAMÓN, J., “Reglas de interpretación...”, cit., p. 335, apoyándose en ALFARO, J., *Las condiciones...*, cit., pp. 326-327, el Juez del ámbito abstracto, en una acción de cesación, debe seleccionar entre todos los significados posibles de la cláusula el más beneficioso para el predisponente, pues sólo así se podrá analizar si dicho significado es contrario a las normas de control de contenido y procede, por tanto, la declaración de nulidad de la cláusula con tal de que, entendida en el peor de los sentidos, sea contraria a dichas normas.

(19) Nueva redacción dada por los arts. 1.4 y 2.1 de la Ley de Mejora.

(20) El art. 5, que lleva por rúbrica “Contratos celebrados por los consumidores”, excluye de su ámbito de aplicación en el número 4 a los contratos de transporte y a los de suministro de servicios cuando éstos deban prestarse al consumidor, exclusivamente, en un país distinto del que tenga su residencia habitual.

Convenio de Roma, se añade un segundo párrafo, a saber: “se entenderá, en particular, que existe un vínculo estrecho cuando el profesional ejercite sus actividades en uno o varios Estados miembros del Espacio Económico Europeo, o por cualquier medio de publicidad o comunicación dirigiere tales actividades a uno o varios Estados miembros y el contrato estuviere comprendido en el marco de esas actividades. En los contratos relativos a inmuebles se entenderá, asimismo, que existe un vínculo estrecho cuando se encuentren situados en el territorio de un Estado miembro”.

#### **4. Prohibición de cláusulas que impongan obstáculos abusivos o desproporcionados para el ejercicio de los derechos reconocidos al consumidor en el contrato. Prohibición del “redondeo al alza”**

Tal vez la modificación de mayor calado que la Ley introduce es la que prohíbe las cláusulas que limiten el ejercicio de los derechos reconocidos en el contrato mediante la imposición de obstáculos onerosos o desproporcionados (nueva redacción del art. 12.2 de la LGDCU<sup>(21)</sup>). Esta medida, que no puede valorarse sino de manera muy positiva, obedece a las prescripciones de la Directiva 2005/29/CE, de 11 de mayo de 2005, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre prácticas comerciales, que prohíbe los obstáculos no contractuales para el ejercicio de tales derechos por considerarlos prácticas comerciales “agresivas” y, por tanto, un supuesto de competencia desleal<sup>(22)</sup>. Prueba de la importancia de esta norma es que el legislador quiere que se aplique en breve plazo, y de ahí que la disposición transitoria primera de la Ley de Mejora establezca que los contratos con los consumidores deberán adaptarse a las modificaciones introducidas por la Ley en los dos meses siguientes a su entrada en vigor, transcurrido el cual las cláusulas que lo contradigan se reputarán nulas.

(21) Redacción dada por el art. 1.6 de la Ley de Mejora.

(22) En concreto, el art. 5.1 prohíbe las prácticas comerciales desleales, entre las que se encuentran las “agresivas” [art. 5.4.b)], definidas en el art. 8 como aquella que teniendo en cuenta todas sus características y circunstancias, “merme o pueda mermar de forma importante, mediante el acoso, la coacción, incluido el uso de la fuerza, o la influencia debida, la libertad de elección o conducta del consumidor medio con respecto al producto y, por consiguiente, le haga o pueda hacerle tomar una decisión sobre una transacción que de otra forma no hubiera tomado”. En lo que aquí interesa, el art. 9 enumera toda una serie de factores o circunstancias que se tendrán en cuenta para determinar si una práctica comercial hace uso del acoso, la coacción o la influencia indebida, entre las cuales se encuentra [apartado d)] “cualesquiera obstáculos no contractuales onerosos o desproporcionados impuestos por el comerciante cuando un consumidor desee ejercitar derechos previstos en el contrato, incluidos el derecho de poner fin al contrato o el de cambiar de producto o de comerciantes”.

Por otra parte, la Directiva se encuentra pendiente de transposición (el plazo ha expirado el 12 de junio de 2007).

La regla anterior se completa con las siguientes disposiciones.

En primer lugar, con lo dispuesto en el nuevo art. 12.3.I de la LGDCU, según el cual “en los contratos de prestación de servicios o suministro de bienes de tracto sucesivo o continuado se prohíben las cláusulas que establezcan plazos de duración excesiva o limitaciones que excluyan u obstaculicen el derecho del consumidor a poner fin al contrato”. Estos contratos deberán contemplar expresamente el procedimiento a través del cual el consumidor puede ejercitar su derecho a poner fin al contrato (art. 12.4).

Conviene puntualizar que, siendo elogiable el propósito del legislador sobre este punto, la determinación de cuándo la duración del contrato es “excesiva” corresponderá al Juez o Tribunal en cada caso concreto. Así, mientras habrá supuestos en que la solución pueda no ofrecer dudas, cabe ya anticipar que en otros, a la vista de la litigiosidad que han planteado hasta la fecha, y dada la disparidad de soluciones existentes, la solución no será fácil<sup>(23)</sup>.

En segundo lugar, el consumidor podrá ejercer su derecho a poner fin al contrato en la misma forma que lo celebró, sin ningún tipo de sanción o carga onerosa o desproporcionada (art. 12.3.II de la LGDCU). Al respecto existía ya algún pronunciamiento de nuestros Tribunales, que argumentaron que lo contrario (la imposición de sanciones o de cargas onerosas o desproporcionadas) provocaba un gran desequilibrio en las contraprestaciones contractuales<sup>(24)</sup>. El propio art. 12.3.II enumera algunas de estas sanciones o cargas, a saber: la pérdida de las cantidades abonadas por adelantado, el abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente, la ejecución unilateral de cláusulas penales y la fijación de indemnizaciones por daños no causados efectivamente.

---

(23) Cfr., al respecto, las decisiones recaídas sobre el contrato de prestación de servicios consistente en el mantenimiento de ascensores, pues aunque parece existir consenso en que el plazo de diez años es excesivo y, por tanto, la cláusula que lo establece es abusiva (por todas, sentencia de la AP de Asturias de 19 de abril de 2006), no existe tal respecto al de cinco años (lo consideran válido las sentencias de las AAPP de Albacete de 2 de marzo de 2006, de Asturias de 28 de marzo de 2006 y de Alicante de 13 de julio de 2006), existiendo algún pronunciamiento que considera excesivo incluso el de ... tres años (cfr. la sentencia de la AP de Asturias de 28 de abril de 2005).

(24) Así, la sentencia de la AP de Murcia de 29 de mayo de 2006 estimó nula por abusiva la cláusula por virtud de la cual la terminación del contrato quedaba condicionada a la notificación del cese mediante carta certificada con acuse de recibo en los plazos señalados en la propia cláusula, pues —se argumenta en la sentencia— ello producía un notable desequilibrio en las contraprestaciones contractuales, ya que el propio clausulado del contrato prescribía que el incumplimiento de la obligación de notificación conllevaba la prórroga indefinida del contrato, con independencia de que se siguiera ejercitando la actividad a que se obligaba con el contrato: la difusión de obras musicales.

Lo anterior se completa con la nueva cláusula 17 bis de la disposición adicional primera de la LGDCU, cláusula que “tipifica” dichas conductas como abusivas<sup>(25)</sup>, lo cual, aunque a primera vista puede parecer una redundancia, no lo es, pues el art. 12.3.II de la LGDCU anuda dichas cargas o sanciones (la pérdida de cantidades abonadas por adelantado, el abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente, etc.) al derecho del consumidor a poner fin al contrato en la misma forma en que lo celebró, mientras que la disposición adicional primera de la LGDCU contempla estas cláusulas como abusivas en sí mismas, esto es, siempre que se hayan incluido en el condicionado del contrato, con independencia, por ejemplo, de que el cobro por productos o servicios no efectivamente usados de manera efectiva tenga lugar con ocasión o no de la extinción del contrato<sup>(26)</sup>.

Deteniéndonos algo más en lo que se refiere al abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente, cabe señalar que este criterio no es nuevo en nuestro derecho, pues ya se contenía en el ámbito de las operaciones bancarias. En efecto, tanto la Norma 5.<sup>a</sup> —última frase— de la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las Entidades de crédito, como el número 3 de la Norma 3.<sup>a</sup> de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, a Entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, disponen que “las comisiones o gastos repercutidos deberán responder a servicios efectivamente prestados o a gastos habidos”. Además, el TS había declarado en algún supuesto aislado la licitud de la cláusula que permite efectuar cargos —en concreto, 3000 pesetas semestralmente— en concepto de manteni-

---

(25) Cláusula introducida por el art. 1.14 de la Ley de Mejora.

(26) Dicha cláusula queda redactada como sigue: “17 bis. Las estipulaciones que impongan obstáculos onerosos o desproporcionados para el ejercicio de los derechos reconocidos al consumidor en el contrato, en particular en los contratos de prestación de servicios o suministro de bienes de tracto sucesivo o continuado, la imposición de plazos de duración excesiva, la renuncia o el establecimiento de limitaciones que excluyan u obstaculicen el derecho del consumidor a poner fin a estos contratos, así como la obstaculización al ejercicio de este derecho a través del procedimiento pactado, cual es el caso de las que prevean la imposición de formalidades distintas de las previstas para contratar o la pérdida de las cantidades abonadas por adelantado, el abono de cantidades por servicios no prestados efectivamente, la atribución al profesional de la facultad de ejecución unilateral de las cláusulas penales que se hubieran fijado contractualmente o la fijación de indemnizaciones que no se correspondan con los daños efectivamente causados”.

miento de la cuenta corriente, señalando que no vulnera las disposiciones que se acaban de citar<sup>(27)</sup>.

Esta prohibición de abono —de pago, podríamos señalar— de cantidades por servicios no prestados efectivamente debe completarse con la nueva cláusula 7 bis de la disposición adicional primera de la LGDCU, que considera abusivas “las estipulaciones que prevean el redondeo al alza en el tiempo consumido o en el precio de los productos o servicios o cualquier otra estipulación que prevea el cobro por productos o servicios no efectivamente usados o consumidos de manera efectiva”<sup>(28)</sup>. La cláusula, aunque redactada con carácter general, está pensada principalmente para los sectores de las telecomunicaciones y de los aparcamientos, y —tal y como señala el Consejo de Estado<sup>(29)</sup>— no impide las fórmulas de tarificación tales como la tarifa plana, pues en este caso debe observarse que el consumidor contrata un servicio por unidades globales de tiempo y no por un tiempo concreto durante el cual utiliza el servicio; con otras palabras, lo que prohíbe la Ley de Mejora es el redondeo cuando el criterio de fijación es el tiempo real consumido<sup>(30)</sup>.

Como se deduce de lo que se acaba de señalar, debe tenerse en cuenta que la prohibición del redondeo no tiene un ámbito de aplicación absoluto, sino limitado a aquellos contratos en los que el objeto de la prestación por una de las partes sea la prestación de un servicio por un tiempo o el disfrute de un bien también por un período de tiempo. En estos casos, como es evidente, la prohibición del redondeo al alza se justifica porque una de las partes (la beneficiada con el redondeo) obtiene un beneficio injusto —enriquecimiento injusto— en tanto cobra un precio por un producto o un servicio no prestado. Pero obsérvese que esto no es lo que sucede en el ámbito bancario. En este último, la cláusula de redondeo al alza no está prohibida *per se*. La disposición adicional duodécima de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, establece, en efecto, que “en los créditos y préstamos garantizados mediante hipoteca, caución, prenda u otra garantía equivalente que, a partir de

---

(27) Sentencia de 29 de septiembre de 2005.

(28) La cláusula incluye un segundo párrafo, a tenor del cual “en aquellos sectores en los que el inicio del servicio conlleve indisolublemente unido un coste para las empresas o los profesionales no repercutido en el precio, no se considerará abusiva la facturación por separado de tales costes, cuando se adecuen al servicio efectivamente prestado”.

(29) *Dictamen...*, cit., p. 43.

(30) De hecho, existía ya algún pronunciamiento (así, sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 4 de Madrid de 21 de diciembre de 2005) en el que se había condenado a las empresas demandadas a la supresión de la fórmula de tarificación consistente en cobrar entero el primer minuto, y por bloques de tiempo —por ejemplo, de treinta segundos— los siguientes, de manera que una conversación de un minuto y treinta y un segundos costaba lo mismo que una de dos minutos.

la entrada en vigor de esta Ley, se formalicen a tipo de interés variable, podrá acordarse el redondeo de dicho tipo. En el supuesto anterior, el redondeo del tipo de interés habrá de efectuarse al extremo del intervalo pactado más próximo, sin que éste pueda sobrepasar al octavo de punto”. En todo caso, el Banco de España entiende que la cláusula de redondeo debe ser expresa, considerando mala práctica bancaria el redondeo que no haya sido pactado expresamente<sup>(31)</sup>, y aunque, en palabras de la sentencia de la AP de Barcelona de 23 de marzo de 2006<sup>(32)</sup>, dicha disposición adicional duodécima revela la voluntad del legislador de atajar “la abusiva práctica del redondeo al alza”, el redondeo en sí —argumenta la misma sentencia— no es abusivo, pues su impacto financiero podría ser neutro si se prevé al intervalo más próximo, al alza o a la baja; no obstante, cuando solamente se prevé al alza, el resultado que se consigue es “el incremento sin causa del tipo de interés durante la vigencia del préstamo, en perjuicio de los intereses del consumidor y con el correlativo beneficio para el Banco”; en este caso “es abusivo porque para el fin pretendido (simplificar el cálculo del tipo) no es necesario imponer o predisponer en todo caso un incremento hasta el cuarto de punto”<sup>(33)</sup>.

Por último, la nueva redacción del art. 34.10 de la LGDCU<sup>(34)</sup> considera “infracciones en materia de defensa de los consumidores y usuarios” las conductas descritas (limitaciones o exigencias injustificadas al derecho del consumidor de poner fin a los contratos...).

## 5. Protección al comprador de viviendas

La Ley de Mejora no ha dejado escapar la posibilidad de reforzar la protección de los consumidores adquirentes de viviendas, pues al carácter de bien duradero y de primera necesidad de la vivienda debe añadirse el hecho de que ésta es también el principal motivo de consulta y reclamación en materia de consumo, tanto ante las autoridades de consumo como ante las Asociaciones de Consumidores<sup>(35)</sup>.

---

(31) Vid. *Memoria de Reclamaciones del Banco de España 2005*, p. 91, que señaló que la Entidad de crédito actuó en contra de los usos y buenas prácticas bancarios al aplicar unilateralmente una cláusula de redondeo al alza que no figuraba en la escritura pública formalizada.

(32) Fundamento de Derecho 4.º

(33) Vid. asimismo la *Memoria de Reclamaciones ...*, cit., p. 92, donde se critica tanto la inclusión de la cláusula de redondeo al alza como la omisión de dicha cláusula en el documento de consentimiento de subrogación.

(34) Nueva redacción dada por el art. 1.11 de la Ley de Mejora.

(35) ANGELINA GONZÁLEZ, F.J., “El derecho de los consumidores ante la adquisición e intermediación inmobiliaria. Especial consideración a las cláusulas abusivas en los contratos de compraventa”, en AAVV, *Derecho y vivienda*, dir. LEDESMA IBÁÑEZ, M.ªP., Madrid, 2006, p. 207. Dicha afirmación se basa en el documento redactado por el INC denominado

La LGDCU ya contenía determinadas prescripciones que se referían a los adquirentes de viviendas. En concreto, la cláusula 22 de la disposición adicional primera considera abusiva, como ocurría con la redacción anterior, la imposición al consumidor de los gastos de documentación y tramitación que por ley corresponda al profesional, y en particular, en la primera venta de viviendas, “la estipulación de que el consumidor ha de cargar con los gastos derivados de la preparación de la titulación que por su naturaleza correspondan al profesional (obra nueva, propiedad horizontal, hipotecas para financiar su construcción o su división y cancelación)”. Pero además, se añaden ahora, a propuesta del Consejo de Consumidores y Usuarios, otras tres cláusulas que también tendrán el carácter de abusivas<sup>(36)</sup>.

En primer lugar, la cláusula o estipulación que obligue al consumidor a subrogarse en la hipoteca del profesional de la vivienda o imponga penalizaciones en los supuestos de no subrogación. El Consejo de Estado señala que la consideración de esta cláusula como abusiva se fundamenta en que la imposición de la subrogación del comprador supone que éste tiene que hacer frente a los gastos de la hipoteca del vendedor, incluso en condiciones más onerosas de las que podría encontrar en el mercado bancario<sup>(37)</sup>. La medida resulta, por tanto, del todo acertada, y ya venía precedida de cierto *corpus* jurisprudencial<sup>(38)</sup>. No obstante, también debe señalarse que no faltan sentencias en las que los Tribunales señalan que no hay cláusula abusiva porque en el contrato de compraventa no se obligaba a los compradores a subrogarse en préstamo hipotecario alguno, sino que esto último fue algo que eligieron libremente los compradores<sup>(39)</sup>. Por otra parte, adviértase que la cláusula es abusiva porque obliga al consumidor a subrogarse en la hipoteca del profesional de la vivienda y, por

---

“Balance de Consultas y Reclamaciones Presentado en las Organizaciones de Consumidores de ámbito nacional: Año 2004”, en el que se señala que las reclamaciones por razón de la vivienda representan un 19’58% del total de reclamaciones, y entre ellas, el 11’01% se refiere a viviendas adquiridas en régimen de propiedad. Además, como principales motivos de reclamación enumera (p. 208), entre otros, los contratos abusivos y la repercusión de gastos que corresponden al promotor.

<sup>(36)</sup> Esta cláusula número 22 de la disposición adicional primera de la LGDCU ha sido modificada por el art. 1.14 de la Ley de Mejora.

<sup>(37)</sup> *Dictamen...*, cit., p. 48.

<sup>(38)</sup> Sentencias del TS de 1 de junio de 2000 —relativa a los consiguientes gastos de constitución de los préstamos— y de 24 de julio de 2002 —relativa a los gastos de la hipoteca concertada por la promotora— y, entre la jurisprudencia menor, por todas, las de las AAPP de Madrid de 21 de marzo de 2006 y de Badajoz de 27 de julio de 2006.

<sup>(39)</sup> *Vid.* las sentencias del TS de 7 de junio de 2005 y de la AP de Valencia de 28 de febrero de 2006.

tanto, le impide negociar o buscar unas condiciones más beneficiosas. En consecuencia, es indiferente a estos efectos que la hipoteca del profesional a la que el adquirente queda obligado a subrogarse sea una hipoteca destinada a financiar el pago de parte del precio de la vivienda, o que se trate de una hipoteca destinada a financiar tanto la construcción de las viviendas como su adquisición por los compradores<sup>(40)</sup>.

En segundo lugar, la estipulación que imponga al consumidor el pago de tributos en los que el sujeto pasivo es el profesional. Se está pensando sobre todo en el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana o “Impuesto sobre la Plusvalía”, pues el art. 106.1.b) del texto refundido de la Ley reguladora de las Haciendas Locales, aprobado por RD Legislativo 2/2004, de 5 de marzo, considera sujeto pasivo de dicho tributo al vendedor. Esta medida debe valorarse de manera especialmente positiva, máxime si se tiene en cuenta que en las sentencias recaídas al respecto, aunque existían fallos en ambos sentidos, predominaban las que estimaban que dicha cláusula no podía considerarse abusiva<sup>(41)</sup>.

En concreto, las decisiones que no consideraban dicha cláusula como abusiva argumentaban que los gastos del impuesto de plusvalía no se encuentran entre los enumerados en el art. 11 de la LGDCU como contrarios a la buena fe y al equilibrio de las contraprestaciones, aunque la enumeración fuera *ad exemplum*, pues, de un lado, el art. 11 se refería a los gastos de preparación de la titulación, sin referirse a la plusvalía, y de otro, porque el impuesto sobre la plusvalía supone un porcentaje mínimo del importe del precio de la compraventa, de manera que no ocasiona ningún desequilibrio entre las partes. Por el contrario, un sector de la doctrina venía poniendo de manifiesto la “dudosa legalidad” de dicha cláusula, argumentando que el pago de dicho tributo podía considerarse como uno de los gastos necesarios para la obtención de la titulación por parte del vendedor que no podían cargarse al comprador [cláusula 22 de la disposición adicional primera de la LGDCU, cuyo contenido coincide con el art. 10.D) del RD 515/1989, de 21 de abril, sobre la protección del consumi-

---

<sup>(40)</sup> *Vid.* sobre estas hipotecas y la jurisprudencia al respecto SERRA RODRÍGUEZ, A., “La imposición al consumidor de los gastos de constitución y cancelación de hipoteca en la compraventa de viviendas”, en *Cláusulas abusivas en la contratación inmobiliaria*, coord. CAÑIZARES LASO, A., Madrid, 2006, pp. 224 y 225.

<sup>(41)</sup> Entre los fallos más recientes que no consideran dicha cláusula abusiva *vid.* las sentencias de la AP de Cantabria de 10 de febrero y de 25 de abril de 2006, y de la AP de Asturias de 20 de junio de 2006.

dor en cuanto a la información a suministrar en la compraventa y arrendamiento de viviendas]<sup>(42)</sup>.

Conviene añadir que, aunque la nueva cláusula que se acaba de exponer no alcanza —al menos en su literalidad— al Impuesto sobre Bienes Inmuebles, pues el sujeto pasivo de este último no es el transmitente, sino el propietario del bien al día en que se devenga (el primer día del año natural), la *ratio* de la norma anterior obliga a meditar sobre la licitud de la cláusula que imponga al comprador el pago de este último si el día que se devengó no era titular de la vivienda. Un sector de la doctrina ha señalado, en este sentido, que los adquirentes de viviendas podrán negarse a que se les recargue dicho impuesto o la parte proporcional por el período que media entre la celebración del contrato y el final del período impositivo (que coincide con el año natural)<sup>(43)</sup>, aunque en la práctica esto último sea muy frecuente.

En tercer lugar, la estipulación que imponga al consumidor los gastos derivados del establecimiento de los accesos a los suministros generales de la vivienda, cuando ésta deba ser entregada en condiciones de habitabilidad. La razón de ser de esta medida estriba en que la obtención de la cédula de habitabilidad —o licencia municipal de primera ocupación, como se la conoce en algunas comunidades autónomas— no es posible sin que el edificio tenga acceso a los sistemas generales (agua, electricidad,...); pues bien, “si el promotor se ha comprometido a la entrega de la casa en condiciones de habitabilidad, es lógico que deba hacer frente a los gastos necesarios para el establecimiento del acceso a dichos sistemas generales, sin trasladarlos al comprador”<sup>(44)</sup>.

## 6. Integración de los contratos conforme a la buena fe objetiva

En lo sucesivo, la Ley obliga al Juez a integrar el contrato, en la parte afectada por la nulidad o en los casos de omisión de información contractual relevante, con arreglo a lo dispuesto en el art. 1258 del CC (esto es, conforme a

---

(42) Por todos, PAGADOR LÓPEZ, J., “La protección del consumidor en la compraventa y arrendamiento de viviendas”, en *Curso sobre protección jurídica de los consumidores*, coords. BOTANA GARCÍA, G. y RUIZ MUÑOZ, M., Madrid, 1999, p. 332. En el mismo sentido, DE LA FUENTE NÚÑEZ DE CASTRO, M.<sup>ª</sup>S., cfr. “La repercusión al comprador del impuesto de plusvalía”, en *Cláusulas abusivas en la contratación inmobiliaria*, coord. CAÑIZARES LASO, A., Madrid, 2006, pp. 127-128, 133-134 y 144-145.

(43) PAGADOR LÓPEZ, J., “La protección del consumidor...”, cit., p. 332.

(44) Consejo de Estado, *Dictamen...*, cit., pp. 49 y 50.

la buena fe, al uso y a la ley), así como al principio “de buena fe objetiva” (art. 10 bis.2 de la LGDCU)<sup>(45)</sup>.

¿En qué consiste esta “buena fe objetiva”? Un sector de la doctrina señala que la “buena fe” supone “un arquetipo o modelo de conducta social: la lealtad en los tratos y el proceder honesto, esmerado y diligente; la fidelidad a la palabra dada; no defraudar la confianza que objetivamente se ha suscitado a los demás, ni abusar de ella...”<sup>(46)</sup>. Pues bien —añade—, esta misma “buena fe” tiene múltiples vías de concreción: como criterio hermenéutico, como criterio de conducta, o como un canon o criterio al que debe someterse el ejercicio de los derechos subjetivos, entre los cuales nos interesa el primero de ellos. Y dicho criterio hermenéutico se concreta a su vez en otras tantas reglas, entre las cuales figura la de que “el contrato debe ser interpretado de manera que el sentido que se le atribuya, sea el más conforme para llegar a un desenvolvimiento leal de las relaciones contractuales y para llegar a las consecuencias contractuales exigidas conforme a las normas éticas”<sup>(47)</sup>.

Ahora bien, señalado lo anterior resulta obligado señalar otras dos cosas.

Primero, que no se entiende por qué la nueva redacción del art. 10 bis.2 de la LGDCU menciona expresamente como criterio integrador del contrato la “buena fe objetiva” además de hacer referencia a lo dispuesto por el art. 1258 del CC. Y es que, teniendo en cuenta las afirmaciones doctrinales, hay unanimidad en señalar que, así como nuestro CC contiene toda una serie de normas

---

(45) Nueva redacción dada por el art. 1.4 de la Ley de Mejora.

(46) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, vol. 1: Introducción. Teoría del contrato*, Madrid, pp. 50 y 51.

(47) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos...*, cit., p. 398. Esto mismo viene a señalar DÍAZ ALABART, S., cfr. “*Pacta sunt servanda* e intervención judicial en el equilibrio de los contratos: reflexión sobre la incidencia de la Ley de Condiciones Generales de los Contratos”, en *Condiciones Generales de la Contratación y Cláusulas Abusivas*, dir. NIETO CAROL, U., Valladolid, 2000, p. 72. Lo propio hace el Consejo de Estado en su dictamen (cfr. p. 38).

También es lo que parece que señalaba PAGADOR LÓPEZ, J., “Requisitos de incorporación de las condiciones generales y consecuencias negociales”, en *Condiciones Generales de la Contratación y Cláusulas Abusivas*, dir. NIETO CAROL, U., Valladolid, 2000, p. 283, antes de que el legislador haya consagrado expresamente la regla de la integración en base a la “buena fe objetiva”: cuando no sea posible cubrir las lagunas derivadas de la declaración de no incorporación o de nulidad de un contrato deberán colmarse mediante el recurso a la interpretación integradora del contrato, por ser la solución más respetuosa con el principio de autonomía de la voluntad (es decir, la integración deberá apoyarse en aquellos datos o circunstancias imputables realmente a ambas partes y que contribuyan a poner de manifiesto la regulación que éstas se habrían dado para el supuesto de que se trate). Sólo cuando no sea posible se acudirá a los criterios de integración contenidos en el art. 1258 del CC.

relativas a la buena fe en sentido subjetivo<sup>(48)</sup>, el precepto por antonomasia que se refiere a la buena fe en sentido objetivo es el art. 1258 del CC<sup>(49)</sup>, precepto al que —como es sabido— se remiten el art. 10.2 de la LCGC y el art. 10 bis.2 de la LGDCU, este último tanto en su redacción anterior como en la dada por la Ley de Mejora. Es más, incluso se ha afirmado que la gran aportación del art. 10.2 de la LCGC ha sido el hecho de que se refiera, como criterio de integración del contrato, a lo dispuesto en el art. 1258 del CC, pues al tiempo en que se promulgó la LCGC ni el art. 10 de la LGDCU ni la Directiva 93/13/CEE sobre cláusulas abusivas establecían nada al respecto<sup>(50)</sup>.

Y segundo, que tampoco se entiende por qué el art. 10 bis.2 de la LGDCU pasa a referirse a la “buena fe objetiva” y no se ha aprovechado la Ley de Mejora para modificar asimismo el tenor literal del art. 10.2 de la LCGC e incluir en éste una referencia expresa a aquélla, pues tal y como han quedado redactados dichos preceptos, mientras el primero considera que el contrato se integrará conforme a lo dispuesto en el art. 1258 del CC y a la “buena fe objetiva”, el último sólo se refiere a lo dispuesto en el art. 1258 del CC.

Lo que se acaba de señalar no ha de verse como una visión negativa de la nueva redacción del art. 10 bis.2 de la LGDCU. Es cierto que podía haber sido mejor, o haber ido acompañada de la misma referencia a la buena fe objetiva en el art. 10.2 de la LCGC, pero en cualquier caso la regla de la integración conforme a la “buena fe objetiva” es positiva y, en cualquier caso —y no es poco— es la que menos problemas plantea<sup>(51)</sup>.

El mismo art. 10 bis.2 de la LGDCU (en su nueva redacción) confiere al Juez facultades moderadoras, tanto respecto de los derechos y obligaciones de

---

(48) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos...*, cit., p. 398, menciona los arts. 79, 464 o 1164; DÍAZ ALABART, S., “*Pacta sunt Servanda...*”, cit., p. 67, nota 69, los arts. 361, 382, 383, 442, 451 a 454, 457, 469, 1529, 1530, etc. Es más, como indica ROCA GUILLAMÓN, J., “Reglas de interpretación...”, cit., p. 319, incluso en los casos en que la buena fe es utilizada en sentido subjetivo, como situación psicológica de quien ignora que está actuando irregularmente (arts. 1164, 1473, etc.), no es posible prescindir de un cierto componente objetivo que fundamente la convicción o actitud del sujeto de manera razonable.

(49) DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos...*, cit., p. 398; DÍAZ ALABART, S., “*Pacta sunt servanda...*”, cit., p. 67; ROCA GUILLAMÓN, J., “Reglas de interpretación...”, cit., p. 314.

(50) DÍAZ ALABART, S., “*Pacta sunt servanda...*”, cit., p. 71.

(51) RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Antecedentes de la Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación. Los sucesivos Anteproyectos de Ley”, en *Condiciones Generales de la Contratación y Cláusulas Abusivas*, dir. NIETO CAROL, U., Valladolid, 2000, p. 100. Añade que la integración del contrato conforme al art. 1258 del CC, esto es, conforme al derecho dispositivo, a los usos y a la buena fe, fue el criterio que fijó también el art. 26 del Anteproyecto

las partes como respecto a las consecuencias de la ineficacia, en caso de perjuicio apreciable para el consumidor o usuario, lo cual constituye una norma que sólo puede contemplarse con buenos ojos y que, por lo demás, ya se contiene en otras leyes de aplicación a los consumidores<sup>(52)</sup>. Dicha norma intenta además que el contrato subsista, disponiendo a tal efecto que el Juez sólo podrá declarar la ineficacia del contrato cuando las cláusulas subsistentes determinen una situación no equitativa en la posición de las partes que no pueda ser subsanada, lo cual es coherente con el principio de conservación del negocio, principio que, como ha sido señalado<sup>(53)</sup>, se encuentra generalmente admitido en nuestro Derecho (*utile per inutile non viciatur*). En este sentido, la subsistencia del contrato en la medida de lo posible ya se contenía en el art. 10.1 de la LCGC, pero en unos términos distintos, pues este precepto dispone que la no incorporación al contrato de las cláusulas de condiciones generales o la declaración de nulidad de las mismas no implicará la ineficacia total del contrato, si éste puede subsistir sin tales cláusulas, extremo sobre el que deberá pronunciarse la sentencia.

### III. EL DERECHO DE INFORMACIÓN

Sabido es que el derecho de información constituye un pilar fundamental en la protección de los consumidores y un derecho básico de éstos<sup>(54)</sup>. La Ley de Mejora, como no podía ser de otra forma, potencia algunos aspectos de este derecho. Algunas manifestaciones las hemos visto ya; por ejemplo, el nuevo apartado g) del art. 13.1 LGDCU establece que el consumidor tiene derecho a que se especifique en el contrato el procedimiento para poner fin al mismo. Además, de una manera más general el primer párrafo del art. 13.1 dispone que los bienes, productos y servicios puestos a disposición de los consumidores y usuarios deberán incorporar, llevar consigo o permitir de forma cierta y objetiva una información veraz, eficaz y suficiente sobre los aspectos que detalla el propio precepto.

---

de Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 1992, mientras que los Anteproyectos de 1984 (art. 19) y de 1988 (art. 27) preveían que el resto del contrato, en su caso, se integrara “con las disposiciones legales, si existieran, siempre que su aplicación no conduzca a resultados distintos a los que las partes persigan al realizar el contrato”, lo que planteaba el problema en caso de que no hubiera disposición legal específicamente aplicable, o en caso de que la hubiera, su aplicación condujera a resultados distintos a los que perseguían las partes al celebrar el contrato.

(52) Cfr. art. 11 de la Ley 28/1998, de 13 de julio, de Venta a Plazos de Bienes Muebles.

(53) URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y VÉRGEZ, M., “Especialidades de la contratación mercantil”, en *Curso de Derecho Mercantil*, vol. II, dirs. URÍA, R. y MENÉNDEZ, A., Madrid, 2001, p. 62.

(54) Cfr. art. 2.1.d) de la LGDCU.

Con todo, lo que interesa destacar es que, tras las modificaciones introducidas en este art. 13 de la LGDCU por la Ley de Mejora<sup>(55)</sup>, dicha información será más completa, pues deberá figurar la relativa a las condiciones esenciales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas y la información sobre el precio completo, “desglosando, en su caso, el importe de los incrementos o descuentos que sean de aplicación, de los gastos que se repercutan al consumidor o usuario y de los gastos adicionales por servicios accesorios, financiación u otras condiciones de pago o similares”.

En cuanto a la forma de prestar dicha información, los nuevos números 3 y 4 del art. 13<sup>(56)</sup> contienen dos reglas. De un lado, la información precontractual debe facilitarse al consumidor de forma gratuita<sup>(57)</sup>. De otro, las oficinas y servicios de información y atención al cliente que se pongan a disposición de éstos deberán asegurar que el cliente tenga constancia de sus quejas y reclamaciones, y si tales servicios utilizan la atención telefónica o electrónica “deberán garantizar una atención personal directa, más allá de la posibilidad de utilizar complementariamente otros medios técnicos a su alcance”.

Por otro lado, la nueva redacción del art. 3.1.d) de la LCAV mejora la redacción anterior al disponer que el titular del aparcamiento estará obligado a “indicar por cualquier medio que posibilite su conocimiento antes de contratar y de manera fácilmente perceptible los precios, horarios y las normas de uso y funcionamiento del aparcamiento, incluido si es práctica habitual del aparcamiento requerir al usuario la entrega de las llaves del vehículo”.

#### IV. MEDIDAS EN RELACIÓN CON EL ARBITRAJE

Dadas las indudables ventajas que el arbitraje de consumo presenta para los consumidores (carácter gratuito, rapidez, tutela por parte de la Administración pública) y el éxito que ha tenido su implantación<sup>(58)</sup>, la Ley de Mejora trata

---

(55) Art. 1.7.

(56) Añadidos por el art. 1.7 de la Ley de Mejora.

(57) Como indica el Consejo de Estado en su dictamen (p. 40), esta obligación de proporcionar la información precontractual de manera gratuita no existe en la normativa vigente y resulta “oportuna y justificada”. En cambio, sí merece crítica su ubicación sistemática, pues mejor que en el capítulo III (“Protección de los intereses económicos y sociales”) se encontraría en el capítulo IV (“Derecho de información”).

(58) Por citar algunos datos, la Memoria de 2004 ([www.consumo-inc.es/arbitraje/INTERIOR/MEMORIA/indice.htm](http://www.consumo-inc.es/arbitraje/INTERIOR/MEMORIA/indice.htm)) señala que “119.680 empresas o profesionales se encuentran actualmente adheridas al Sistema Arbitral de Consumo”, corroborando así una tendencia alcista que se inicia unos años atrás. Así, mientras en el año 2000 se adhirieron al sistema 63.809 empresas, en 2001 fueron 72.498, en 2002, 86.705 y en 2003 la cifra se elevó hasta 102.049 (p. 27).

de potenciar su uso en relación con otros tipos de arbitrajes (los de derecho o equidad regulados en la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje). En este sentido, aunque el art. 10.4 de la LGDCU tiene por objeto prevenir que se imponga al consumidor un arbitraje distinto del de consumo, estableciendo a tal efecto que la negativa del consumidor a someterse a un sistema arbitral diferente del arbitraje del art. 31 (arbitraje de consumo) “no podrá impedir por sí misma la celebración del contrato principal”, esta previsión se ha revelado ineficaz en la práctica, tal y como indica la Exposición de Motivos (número VII) de la Ley de Mejora<sup>(59)</sup>, y tal y como venía poniendo de manifiesto la doctrina<sup>(60)</sup>, consciente de que dichos arbitrajes (distintos del de consumo) suelen estar estrechamente vinculados a sectores empresariales. Es más, hasta el TJCE ha llegado a declarar abusiva la cláusula compromisoria que sometía cualquier litigio derivado del contrato al arbitraje de la Asociación Europea de Arbitraje de Derecho y Equidad<sup>(61)</sup>. De hecho, esa misma doctrina consideraba que, para que el pacto de arbitraje de consumo por asociaciones arbitrales creadas al amparo de la Ley de Arbitraje fuera eficaz, la cláusula arbitral debía ser pactada “independientemente y en documento separado de forma libre y voluntaria y que no perjudique a la igualdad y equilibrio de las partes”<sup>(62)</sup>.

En consecuencia, la Ley objeto de comentario, de un lado, suprime el art. 10.4, y de otro, modifica el art. 31, reconduciendo los pactos de sumisión al momento en que surge la controversia, que es cuando el consumidor se encuentra en condiciones de evaluar correctamente su decisión. Por tanto, se prohíbe toda cláusula o pacto que, antes de la aparición de la controversia, imponga al consumidor un arbitraje distinto del de consumo, aunque nada impide que, una

---

Lo mismo cabe señalar respecto a las solicitudes de arbitrajes presentadas, que han ido aumentando de manera vertiginosa. Así, desde las 1.475 solicitudes del año 1990, pasando por las 26.543 del año 2000, se ha llegado a las 65.577 del año 2004.

<sup>(59)</sup> Aunque la Exposición de Motivos no lo dice, también hay que concluir que la cláusula abusiva enunciada en el número 26 de la disposición adicional primera de la LGDCU también se ha revelado ineficaz. A tenor del mismo, es abusiva la cláusula de “sumisión a arbitrajes distintos del de consumo, salvo que se trate de órganos de arbitraje institucionales creados por normas legales para un sector o un supuesto específico”.

<sup>(60)</sup> Cfr. MERINO MERCHÁN, J.F. y CHILLÓN MEDINA, J.M.<sup>3</sup>, *Tratado de Derecho Arbitral*, 3.<sup>a</sup> ed., Cizur Menor (Navarra), 2006, pp. 319 y 320. Este motivo les lleva a manifestarse contrarios a la doctrina de la “intangibilidad de los laudos”: su impugnación ante el Juez estatal —afirman— constituye una garantía última del equilibrio que debe imperar en la utilización del arbitraje en las condiciones generales de la contratación.

<sup>(61)</sup> Sentencia de 26 de octubre de 2006.

<sup>(62)</sup> MERINO MERCHÁN, J.F. y CHILLÓN MEDINA, J.M.<sup>3</sup>, *Tratado de Derecho Arbitral*, cit., p. 321.

vez que surja el litigio, las partes puedan someterse a un arbitraje distinto del de consumo. La norma establece asimismo que todos los pactos que contravengan esta previsión serán nulos. Esto mismo es lo que se contiene en el nuevo art. 61.3 de la LOSSP en relación con los seguros privados<sup>(63)</sup>.

Por otra parte, la Ley de Mejora se refiere a otros aspectos relacionados con el arbitraje.

Así, y en primer lugar, la disposición final sexta insta al Gobierno para dictar una nueva regulación del sistema arbitral de consumo, “regulando también el arbitraje virtual”. Esta medida, que ya cuenta con experiencias enormemente satisfactorias más allá de nuestras fronteras<sup>(64)</sup>, puede resultar muy beneficiosa en orden a un posible ahorro de tiempo y de costes, si bien habrá que tener en cuenta la posible desconfianza que pueda suscitar sobre todo al comienzo de su implantación<sup>(65)</sup>. En este sentido, debe tenerse en cuenta, por un lado, que ya existen normas en nuestro derecho positivo que se refieren a la posibilidad del arbitraje de consumo virtual, si bien todas ellas se limitan a señalar de manera genérica que los conflictos podrán dirimirse mediante dicho sistema<sup>(66)</sup>, y, por otro, que ya han aparecido algunas iniciativas de desarrollo del sistema virtual de arbitraje de consumo, tanto en el ámbito estatal como en

---

(63) *Vid.* la disposición final primera de la Ley de Mejora.

(64) Así sucede en algunos países en los que ya está instaurado, como Estados Unidos. MERINO MERCHÁN, J.F. y CHILLÓN MEDINA, J.M.<sup>a</sup>, *Tratado de Derecho Arbitral*, cit., p. 439, indican asimismo que “es comúnmente admitido el éxito” del arbitraje virtual de la Organización Mundial de la Propiedad Industrial en materia de nombres de dominio, especialmente cuando entran en colisión con derechos marcarios en general.

(65) SANCHIDRIÁN, R., “Nuevos retos del arbitraje de consumo”, en *El arbitraje de consumo*, ed. FORENSA I TOMÁS, C.E., Valencia, 2004, p. 167, señala que tanto la Comisión como el Parlamento Europeos y los Estados Miembros vienen debatiendo desde hace años cómo lograr mayor confianza de los consumidores en los procedimientos extrajudiciales de resolución de conflicto, “considerando que no existe un planteamiento único común en los Estados Miembros”.

(66) En concreto, tanto el art. 5 del RD 636/1993, de 3 de mayo, que regula el Sistema Arbitral de Consumo, como el art. 9.3 de la Ley 60/2003, de Arbitraje, recogen la posibilidad de que el convenio arbitral se formalice por medios electrónicos, informáticos o telemáticos, siempre que su autenticidad resulte garantizada y que pueda ser consultado posteriormente en soporte electrónico, óptico o de otro tipo. Por su parte, la disposición adicional tercera de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico autoriza a la Junta Arbitral Nacional de Consumo y a aquellas otras de ámbito territorial inferior autorizadas por el INC a “dirimir los conflictos planteados por los consumidores [...] a través de medios telemáticos”.

el autonómico, si bien no han alcanzado un grado de desarrollo óptimo debido a los obstáculos con que se han ido topando<sup>(67)</sup>.

En segundo lugar, también señala que reglamentariamente se determinarán los supuestos en que podrá interponerse reclamación ante la Junta Arbitral Nacional frente a las resoluciones de las Juntas Arbitrales territoriales sobre admisión o inadmisión de las solicitudes de arbitraje y los supuestos en que actuará un árbitro único, tan conveniente para el ahorro de gastos y que cuenta ya con supuestos en nuestro derecho que guardan cierta analogía<sup>(68)</sup>.

Por último, debe señalarse que las medidas anteriores, aunque han de valorarse de manera satisfactoria, tal y como se ha apuntado, no agotan el elenco de materias que la doctrina había sugerido que fueran objeto de una regulación expresa<sup>(69)</sup>.

## V. EL CONTRATO DE APARCAMIENTO

El art. 3 de la Ley de Mejora modifica algunos preceptos de la LCAV.

Así, aunque ya se ha señalado que la nueva cláusula 7 bis de la disposición adicional primera de la LGDCU prohíbe el redondeo al alza por el tiempo consumido, y que esta disposición resulta de aplicación al contrato de aparcamiento, el nuevo número 2.b) del art. 1 LCAV recoge asimismo esta regla<sup>(70)</sup>. En todo caso, debe tenerse en cuenta que sobre el mismo existían ya algunos

---

<sup>(67)</sup> En concreto, a nivel estatal el Ministerio de Sanidad y Consumo diseñó el proyecto de “Arbitraje de Consumo Electrónico”, conocido bajo las siglas de SITAR (Sistema de Información para ver la Tramitación del Arbitraje), “inaugurado” el 9 de febrero de 2004, y al que se incorporaron inicialmente la Junta Arbitral Nacional, la Junta Arbitral Regional de Murcia, la de León y la de Melilla, aunque en la práctica está encontrando dificultades para su puesta en práctica. Por su parte, el 16 de diciembre de 2003 la Generalitat Valenciana puso a disposición de los consumidores y empresarios valencianos el proyecto “Arbitraje Virtual de Consumo” (detalles en ABELLÁN TOLOSA, L., “El sistema arbitral de consumo”, en *Derecho Privado de Consumo*, coord. REYES LÓPEZ, M.ªJ., Valencia, 2005, pp. 636 a 638).

<sup>(68)</sup> *V. gr.*, la administración concursal se compone de un solo miembro cuando el concurso es abreviado, arts. 190 y 191 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

<sup>(69)</sup> En concreto, se había sugerido la posibilidad de que existiera una mayor especialización en las Juntas Arbitrales, sobre todo en algunas materias, ya sea por el volumen de litigiosidad que han alcanzado (compraventa y arrendamiento de viviendas), ya lo sea por la especial trascendencia o sensibilidad que tienen de por sí (responsabilidad civil por daños causados por productos defectuosos). *Vid.* al respecto MERINO MERCHÁN, J.F. y CHILLÓN MEDINA, J.M.ª, *Tratado de Derecho Arbitral*, cit., p. 366.

<sup>(70)</sup> “En esta modalidad de estacionamiento rotatorio —dispone dicho precepto— el precio se pactará por minuto de estacionamiento, sin posibilidad de redondeos a unidades de tiempo no efectivamente consumidas o utilizadas”.

pronunciamientos judiciales favorables a los consumidores que estimaron nula la cláusula “por hora o fracción”<sup>(71)</sup>. Como es lógico, la prohibición del redondeo al alza no alcanza al llamado “estacionamiento con reserva de plaza”, esto es, aquél en el que el precio se fija a tanto alzado y de forma global por un período de tiempo (días, meses, años).

La segunda de las modificaciones afecta al ámbito de aplicación de la Ley. En concreto, tras la modificación operada en el art. 2, quedan excluidos de dicho ámbito de aplicación “b) Los estacionamientos no retribuidos directa o indirectamente”, mejorando así la redacción respecto a la anterior, que excluía los estacionamientos realizados en locales o recintos dependientes o accesorios de otras instalaciones, o que fueran gratuitos. De esta manera, no cabe duda de que cuando exista una retribución, aunque sea indirecta (*v. gr.*, la utilización gratuita se supedita a la realización de una determinada compra), el aparcamiento queda incluido bajo el ámbito de dicha Ley.

Por último, se prevé que el titular del aparcamiento tiene la obligación de entregar al usuario en formato papel o en cualquier otro soporte duradero “que permita su conservación”, un justificante o resguardo del aparcamiento, obligación de la que estarán exentos los aparcamientos de uso exclusivo para clientes de establecimientos comerciales con sistemas de control de acceso y cuyo horario coincida con el del establecimiento [nueva redacción del art. 3.1.b)]. Además, el vehículo se identificará mediante su matrícula o por cualquier marcador que permita tal identificación en el justificante o resguardo del aparcamiento entregado al usuario [nueva redacción del art. 3.1.b)].

## **VI. ENTIDADES REPRESENTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS**

### **1. Las asociaciones de consumidores y usuarios**

El art. 1.8 de la Ley de Mejora modifica en su integridad el capítulo VI de la LGDCU (arts. 20 a 22). Tal y como reza la nueva redacción del art. 20 de la LGDCU, dicho capítulo tiene por objeto adaptar el régimen básico de las aso-

---

<sup>(71)</sup> *Vid.*, por todas, la ST de la AP de Alicante de 2 de marzo de 2006. Por su parte, el dictamen del Consejo de Estado (p. 45) se refiere a la sentencia del Juzgado de Primera Instancia número 46 de Madrid, de 20 de marzo de 2004, que estimó la acción de cesación interpuesta por el INC contra diversas empresas de aparcamientos, condenándolas a eliminar de sus condiciones generales la mencionada cláusula “hora o fracción” y a cesar en su utilización, fallo confirmado por la sentencia de la AP de Madrid de 8 de septiembre de 2005. La sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Alicante de 3 de enero de 2005 también estimó la nulidad de dicha cláusula.

ciaciones de consumidores a lo previsto en el art. 1.3 de la Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del Derecho de Asociación, a tenor del cual “se registrarán por su legislación específica [...] las Asociaciones de Consumidores y Usuarios”, lo cual llama poderosamente la atención que se produzca casi cinco años después de promulgada la citada Ley Orgánica. La nueva regulación se puede sintetizar en los cinco puntos siguientes.

En primer lugar, se define a las asociaciones de consumidores y usuarios caracterizándolas por su finalidad: son aquellas organizaciones sin ánimo de lucro que, constituidas conforme a su legislación específica, “tengan como finalidad la defensa de los derechos e intereses legítimos de los consumidores, incluyendo su información, formación y educación, bien sea con carácter general, bien en relación con productos y servicios determinados” (art. 20 bis.1.I). Además, el art. 20 bis.1.II equipara las entidades constituidas por consumidores con arreglo a la legislación de cooperativas a las asociaciones de consumidores y usuarios, como ya hacía el antiguo art. 20.2, siempre que respeten los requisitos exigidos en la LGDCU y entre cuyos fines figure la educación y formación de sus socios, estando obligadas a constituir un fondo con tal objeto<sup>(72)</sup>. Esta equiparación tiene gran importancia, pues —entre otras cosas— las asociaciones de consumidores y usuarios “son las únicas legitimadas para actuar en nombre y representación” de éstos (art. 20 bis.2 de la LGDCU), legitimación que, por tanto, deberá extenderse a las cooperativas de consumidores y usuarios mencionadas.

En segundo lugar, las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito estatal y las que no desarrollen principalmente sus funciones en el ámbito de una comunidad autónoma deberán inscribirse en el Registro Estatal de Asociaciones de Consumidores que se gestiona en el INC<sup>(73)</sup> (los requisitos para la inscripción se determinarán reglamentariamente, tal y como dispone el número 2 del art. 21 ter). En este sentido cabe señalar varias cosas.

Primero, que la inscripción no otorga personalidad jurídica a la asociación. Ésta ya la tiene desde el momento mismo de su constitución, pues tal y como señala el art. 22.3 de la Constitución Española, “las asociaciones deberán inscribirse en un registro a los solos efectos de publicidad”, lo que es reiterado por el art. 22.3 de la Ley Orgánica reguladora del derecho de asociación. En este sentido, hay que entender aplicable lo dispuesto con carácter general por el art. 10.4 de esta última Ley, a tenor del cual los promotores de asociaciones no inscritas “responderán, personal y solidariamente, de las obligaciones contraí-

---

(72) *Vid.*, en este sentido, el art. 88 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas.

(73) El Registro deberá adaptar su funcionamiento a lo previsto por la Ley de Mejora en el plazo de 6 meses desde la entrada en vigor de la Ley (disposición transitoria cuarta).

das con terceros”. Además —añade este último precepto—, mientras la asociación no haya sido inscrita, “los asociados responderán solidariamente por las obligaciones contraídas por cualquiera de ellos frente a terceros, siempre que hubieran manifestado actuar en nombre de la asociación”<sup>(74)</sup>.

Además, de los arts. 20 a 22 de la LGDCU se deduce asimismo que no es necesaria autorización alguna para la constitución de una asociación de consumidores y usuarios, lo que también es coherente con la proclamación del derecho de asociación que hace el art. 22.1 de la CE<sup>(75)</sup>.

Segundo, que la inscripción está supeditada a que la asociación reúna los requisitos exigidos en el capítulo VI de la LGDCU (art. 21 ter, números 2 y 5)<sup>(76)</sup>. El incumplimiento de los requisitos que tenga lugar una vez inscrita hará perder a ésta la condición de asociación de consumidores, sin perjuicio del mantenimiento de su personalidad jurídica con arreglo a la legislación general de asociaciones o cooperativas (art. 21 ter, núm. 6). En este sentido, la propia Ley específica que las asociaciones o cooperativas que no reúnan los requisitos previstos en la LGDCU o en la normativa autonómica que les resulte de aplicación “sólo podrán representar los intereses de sus asociados o de la asociación, pero no los intereses generales, colectivos o difusos, de los consumidores” (art. 20 bis.3.II).

En tercer lugar, el art. 21 de la LGDCU enumera una serie de prohibiciones que tienen como finalidad procurar que se reúnan las condiciones necesarias para el cumplimiento de su fin (ausencia de ánimo de lucro, independencia o imparcialidad de la asociación), cuyo cumplimiento constituye condición necesaria para que la asociación sea inscrita o, si ya lo está, para que no pierda la condición de asociación de consumidores y usuarios. En concreto, tras señalar en el número 1 que la obtención de subvenciones u otros recursos públicos no debe mermar la independencia de la asociación, prohíbe —número 2— incluir como asociados a personas con ánimo de lucro, percibir ayudas económicas o financieras de empresas que suministran bienes o servicios a los consumidores o usuarios, etc. Para facilitar asimismo el cumplimiento de su finalidad, la Ley permite a las asociaciones de consumidores y usuarios integrarse en

---

<sup>(74)</sup> El art. 15 (números 1 y 2) de la Ley Orgánica añade que, una vez inscritas, las asociaciones responden de sus obligaciones con todos sus bienes presentes y futuros, y los asociados no responden personalmente de las deudas de la asociación.

<sup>(75)</sup> El art. 2.2 de la Ley Orgánica del derecho de asociación señala expresamente la no necesidad de autorización previa.

<sup>(76)</sup> La nueva redacción que el art. 1.2 de la Ley de Mejora da al art. 8.3 de la LGDCU suprime la mención “constituidas de acuerdo con lo establecido en esta Ley”, que había sido declarada inconstitucional por la sentencia del TC 15/1989, de 26 de enero.

uniones, federaciones o confederaciones que tengan los mismos fines<sup>(77)</sup> (art. 20 bis.2), así como participar en sociedades mercantiles siempre que éstas tengan como objeto social exclusivo el desarrollo de actividades que sirvan a los fines de información, formación y defensa de los consumidores y usuarios, y que su capital social corresponda íntegramente a la asociación de consumidores y usuarios. Es más, a estas sociedades también les son aplicables las prohibiciones del art. 21.2, y para llevar un mejor control de las mismas se les impone el deber de presentar las cuentas anuales en el Instituto Nacional de Consumo (art. 21.3).

En cuarto lugar, el art. 21 bis impone como deber a las asociaciones de consumidores y usuarios el de definir estatutariamente o por acuerdo adoptado en la Asamblea General el marco legítimo de su colaboración con los operadores del mercado, siempre en defensa de los consumidores y de la leal competencia, así como los supuestos en que podrán celebrarse convenios o acuerdos de colaboración con éstos<sup>(78)</sup>. Estos últimos podrán tener duración temporal o indefinida, y podrán celebrarse con empresas, agrupaciones o asociaciones de empresas, fundaciones o cualquier organización sin ánimo de lucro, y deberán cumplir los requisitos que señala el número 2 de dicho artículo: consistir en la realización de actuaciones, trabajos, estudios o publicaciones de interés general para los consumidores y usuarios, etc.<sup>(79)</sup>.

En quinto lugar, el nuevo art. 22 de la LGDCU confiere a las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito supraautonómico los siguientes derechos: ser declaradas de utilidad pública, percibir ayudas y subvenciones públicas, representar a sus asociados y ejercer las correspondientes acciones en defensa de los mismos, disfrutar del derecho de asistencia jurídica gratuita e integrarse en el Consejo de Consumidores y Usuarios.

En fin, la disposición adicional tercera de la Ley de Mejora establece el régimen transitorio en esta materia: las asociaciones de consumidores y usuarios deberán adaptarse a lo dispuesto por la Ley en un período de 6 meses, pero las obligaciones establecidas por el art. 21 bis (definición por parte de las aso-

---

<sup>(77)</sup> Lo mismo permite, para las cooperativas, el art. 79 de su Ley reguladora, precepto que hay que entender aplicable a las cooperativas de consumidores y usuarios.

<sup>(78)</sup> El propio art. 21 bis.1, párrafo segundo, añade que los estatutos o acuerdos de la asamblea general en los que se establezca este marco de colaboración con los operadores del mercado se depositarán en el INC y en la Secretaría del Consejo de Consumidores y Usuarios.

<sup>(79)</sup> Al igual que los estatutos o el acuerdo de la asamblea general que adopte el marco legítimo de colaboración de la asociación con los operadores de mercado, los convenios o acuerdos concretos de colaboración también deben depositarse en el INC y en la Secretaría del Consejo de Consumidores y Usuarios.

ciaciones del marco de colaboración con los operadores del mercado, así como de los supuestos en que podrán celebrarse acuerdos o convenios de colaboración con éstos) serán exigibles desde la entrada en vigor de la Ley.

## 2. El Consejo de Consumidores y Usuarios

Los nuevos arts. 22 bis y 22 ter de la LGDCU<sup>(80)</sup> se refieren al Consejo de Consumidores y Usuarios, que —señalan— integrará a las asociaciones de consumidores y usuarios de ámbito supraautonómico más representativas, para lo que se atenderá a su implantación territorial, número de socios, trayectoria en el ámbito de la protección de los consumidores y usuarios y programas de actividades a desarrollar<sup>(81)</sup>. Se trata de un órgano de consulta y representación institucional de los consumidores y usuarios. Entre otras funciones, el Consejo será oído en consulta en la elaboración de normas de carácter estatal en materia de consumidores y usuarios, se le podrán solicitar dictámenes, articulará mecanismos de cooperación con los órganos de consulta y representación y de los consumidores constituidos por las Comunidades Autónomas, etc.<sup>(82)</sup>.

## VII. SEGURIDAD GENERAL DE PRODUCTOS

En materia de seguridad de productos se añade el art. 6 bis de la LGDCU<sup>(83)</sup>. Este precepto otorga grandes facultades a las Administraciones públicas, “ante situaciones de riesgo para la salud y seguridad de los consumidores y usuarios”, en orden a adoptar las medidas que sean necesarias y proporcionadas para la desaparición del riesgo, “incluida la intervención directa sobre

---

(80) Introducidos por el art. 1.8 de la Ley de Mejora.

(81) *Vid.* el listado de asociaciones más representativas en <http://www.consumo-ccu.es/inicio.asp?opcion=3&subopcion=1&mostrar=representacion/organizaciones.asp&idioma=>.

(82) Su composición y funciones se remiten a desarrollo reglamentario, lo cual ciertamente no se entiende, ya que el Consejo fue regulado recientemente por el RD 894/2005, de 22 de julio, cuyo art. 2 se refiere a las funciones del mismo y el art. 3 a su composición.

La Ley de Mejora (art. 1.13, que añade el art. 42 de la LGDCU) también se refiere a la Conferencia Sectorial de Consumo, máximo órgano de cooperación institucional del Estado con las Comunidades Autónomas. Presidida por el Ministro de Sanidad y Consumo e integrada por éste y por los Consejeros competentes en esta materia por las Comunidades Autónomas, tiene como funciones, entre otras, la de servir de cauce de información, colaboración y comunicación entre el Estado y las Comunidades Autónomas, aprobar los criterios y propuestas comunes de actuación, cooperar e impulsar las Campañas Nacionales de Inspección y Control, etc.

(83) Art. 1.1 de la Ley de Mejora.

las cosas y la compulsión directa sobre las personas”, siendo los gastos a cargo de quien haya causado la situación de riesgo.

La norma, como es evidente, trata de evitar por todos los medios admisibles en derecho un daño en la salud y la seguridad de los consumidores y usuarios. Por salud debe entenderse tanto la ausencia de enfermedad como el mantenimiento de la integridad física y psíquica, mientras que la seguridad hace referencia “a la situación en que los consumidores y usuarios albergan un alto grado de confianza y certidumbre en que el consumo o uso de los bienes y servicios no comporta riesgos para su salud distintos a los *usual o reglamentariamente admitidos en condiciones normales y previsibles*” (art. 3.1 de la LGDCU), es decir, hace referencia a la previsibilidad del riesgo<sup>(84)</sup>.

Llama la atención que se especifique que, entre las medidas a adoptar, se encuentra la “compulsión directa sobre las personas”, compulsión que se define como el “apremio que se hace a una persona por parte de un juez o de una autoridad, compeliéndola a realizar algo o a soportar una decisión o una situación ajenas”<sup>(85)</sup>. La disposición final segunda de la Ley de Mejora señala en su número 1 que el art. 1.1 de la Ley (esto es, el que es objeto de comentario) tiene su fundamento constitucional en el art. 149.1.16.<sup>ª</sup>, a tenor del cual el Estado tiene competencia exclusiva sobre la “sanidad exterior. Bases y coordinación general de la sanidad. Legislación sobre productos farmacéuticos”, pero no obstante el tenor literal del nuevo art. 6 bis de la LGDCU plantea la duda de su posible colisión con algunos preceptos de la Constitución<sup>(86)</sup> y, en este sentido, si no debería haber sido objeto de regulación mediante ley orgánica. No obstante, las dudas se desvanecen si tenemos en cuenta que, como señala el Consejo de Estado<sup>(87)</sup>, las medidas a adoptar son las necesarias y proporcionadas para la desaparición del riesgo, lo que es acorde con las limitaciones que al uso de estas potestades se impone en el art. 96 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común. Téngase en cuenta, en este sentido, que la Ley 30/1992, tras señalar que los actos de las Administraciones Públicas sujetos al Derecho Administrativo son inmediatamente ejecutivos (art. 94), y que las propias Administraciones Públicas podrán proceder, previo apercibimiento, a la ejecución

---

<sup>(84)</sup> ECHAIDE IZQUIERDO, J.M., y LARA GONZÁLEZ, R., *Consumo y Derecho. Elementos jurídico-privados de Derecho del Consumo*, Pozuelo de Alarcón (Madrid), 2006, p. 56.

<sup>(85)</sup> Real Academia Española, *Diccionario de la Lengua Española*, 22.<sup>ª</sup> ed., 2001.

<sup>(86)</sup> Así, la interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos (cfr. art. 9.3), o el derecho a la libertad y a la seguridad (art. 17).

<sup>(87)</sup> *Dictamen*, cit., p. 34.

forzosa de los actos administrativos (art. 95), establece en el art. 96 los medios de ejecución forzosa, entre los que se encuentra la “compulsión sobre las personas”<sup>(88)</sup>. El propio Consejo de Estado, al emitir su dictamen sobre el Anteproyecto, sugería que lo que se acaba de señalar “quizá podría decirse en la exposición de motivos para que quede claro que, pese al aparente rigor del lenguaje del artículo 6 bis proyectado, no se esté previendo un uso totalmente excepcional o extraordinario de estas potestades de compulsión”, pero lo cierto es que la Exposición de Motivos, tal y como ha visto la luz, no se ha referido siquiera mínimamente a lo dispuesto por el nuevo art. 6 bis de la LGDCU<sup>(89)</sup>.

La Ley contiene además otras dos previsiones en materia de seguridad alimentaria.

Por un lado, la disposición final séptima insta al Gobierno a actualizar en el plazo de un año el catálogo de bienes y servicios de uso común, ordinario y generalizado, incluido en el Anexo I del RD 1507/2000, de 1 de septiembre, que actualiza los catálogos de productos y servicios de uso común, ordinario y generalizado y de bienes de naturaleza duradera, incorporando a él los servicios de la sociedad de la información. Dicho RD tiene importancia a efectos de lo dispuesto en los arts. 2.2 y 11, apartados 2 y 5, de la LGDCU. El primero dispone que los derechos de los consumidores y usuarios se protegerán “prioritariamente” cuando guarden relación directa con productos o servicios de uso o consumo común ordinario y generalizado. Por su parte, el art. 11.2 se refiere a las menciones que deberán figurar en la garantía de los bienes de naturaleza duradera que el productor o suministrador debe entregar al consumidor, y el apartado 5 del mismo precepto confiere a los consumidores o usuarios de bienes de naturaleza duradera el derecho “a un adecuado servicio técnico y a la existencia de repuestos durante un plazo determinado”.

Por otro, la disposición final octava modifica algunos preceptos de la Ley 11/2001, de 5 de julio, por la que se crea la Agencia Española de Seguridad Alimentaria, que en adelante pasa a denominarse “Agencia Española de Seguri-

---

(88) Además de la compulsión sobre las personas, el art. 96 enumera el apremio sobre el patrimonio, la ejecución subsidiaria y la multa coercitiva, y el número 2 de dicho precepto añade que “si fueran varios los medios de ejecución admisibles se elegirá el menos restrictivo de la libertad individual”.

(89) En cambio, el legislador sí ha hecho caso a otras sugerencias del Consejo de Estado. En concreto, este último señaló (pp. 34 y 35) que, en tanto se discute en la literatura administrativa —en relación con preceptos de otras leyes similares— si la Administración puede utilizar el procedimiento de apremio en ausencia de apoderamiento legal expreso al respecto, prevaleciendo la respuesta negativa, convenía incluir en el articulado de la Ley la facultad de la Administración para poder utilizar el procedimiento de apremio cara a dotar de mayor efectividad a la previsión de que “los gastos que se generen serán a cargo de quien con su conducta los hubiera ocasionado”, y de hecho así ha quedado recogido en la última frase del art. 6 bis.1 de la LGDCU.

dad Alimentaria y Nutrición”. En concreto, se añade entre sus funciones la de propiciar la colaboración y coordinación de las Administraciones Públicas competentes en materia de seguridad alimentaria y nutrición [art. 2.1.a)], así como la de planificar, coordinar y desarrollar estrategias y actuaciones que fomenten la información, educación y promoción de la salud en el ámbito de la nutrición y en especial la prevención de la obesidad; y se legitima a la Agencia para el ejercicio de la acción de cesación frente a conductas que lesionen los intereses colectivos o difusos de los consumidores y usuarios tanto en el ámbito de la seguridad de los alimentos dirigidos al consumo humano como en lo referido a las alegaciones nutricionales, y para solicitar al anunciante la cesación o rectificación de la publicidad ilícita que afecte a los intereses colectivos o difusos de los consumidores y usuarios en los mismos ámbitos que los señalados para la acción de cesación.

### VIII. DELIMITACIÓN DE LAS COMPETENCIAS SANCIONADORAS

La Exposición de Motivos, VIII, señala en su párrafo segundo que la Ley de Mejora pretende aclarar el alcance de las competencias sancionadoras atribuidas al Estado y a las Comunidades Autónomas por el art. 13.1 del RD 1801/2003, de 26 de diciembre, sobre seguridad general de los productos<sup>(90)</sup>.

Así, y en primer lugar, el número 3 del art. 32 de la LGDCU<sup>(91)</sup> comienza señalando que las Administraciones públicas españolas que sean competentes en cada caso sancionarán las infracciones de consumo cometidas en territorio español aunque el responsable no sea de nacionalidad española o tenga su domicilio o sus establecimientos en el extranjero. Por tanto, la competencia sancionadora en materia de consumo se atribuye en función del lugar donde se comete la infracción.

En segundo lugar, la nueva redacción del art. 32.4, como señala el Consejo de Estado<sup>(92)</sup>, determina los criterios de atribución de la competencia sancionadora en el supuesto de infracciones interautonómicas, y si bien da a entender que existe la posibilidad de que una misma infracción sea sancionada en más de una ocasión por autoridades autonómicas distintas, también señala que la concurrencia de varias Administraciones se viene solventando satisfactoriamente a

---

<sup>(90)</sup> Dicho RD tiene por objeto “garantizar que los productos que se pongan en el mercado sean seguros” (art. 1.1), para lo cual establece los criterios mínimos de seguridad que deben cumplir los mismos.

<sup>(91)</sup> Los números 3, 4 y 5 del art. 32 de la LGDCU han sido añadidos por el art. 1.10 de la Ley de Mejora.

<sup>(92)</sup> *Dictamen*, cit., p. 65.

través de los acuerdos de inhibición adoptados por los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en el seno de la Conferencia Sectorial de Consumo, que es lo que precisamente se dice en el art. 13.3 del RD 1801/2003.

Por último, la disposición final cuarta obliga al Gobierno a remitir a las Cortes en el plazo de dos años un proyecto de ley de modificación de la LGDCU que establezca las reglas sobre infracciones y sanciones en materia de consumo. Lógicamente, en tanto las Comunidades Autónomas han asumido competencias en materia de consumidores y usuarios, dicho proyecto sólo podrá tipificar infracciones y sanciones en las materias en las que el Estado ostente competencia.

## IX. OTRAS MODIFICACIONES

Se recogen a continuación de manera sintética otras “mejoras” llevadas a cabo por la Ley objeto del presente trabajo.

La nueva redacción del art. 11.1 de la LGDCU <sup>(93)</sup> añade que el régimen de comprobación, reclamación, garantía y posibilidad de renuncia o devolución que se establezca en los contratos deberá ser aplicable no sólo en caso de incumplimiento, sino también —añade ahora el precepto— en caso de cumplimiento defectuoso del contrato. Además —se añade ahora también— “la devolución del precio del producto habrá de ser total en el caso de que se encuentre dentro del plazo de garantía legal, en los términos previstos en la Ley de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo”.

Además, tras la Ley de Mejora se amplía la legitimación para el ejercicio de la acción de cesación contra determinadas “conductas de empresarios o profesionales” al Instituto Nacional de consumo (INC) y a “los órganos o entidades correspondientes de las Comunidades Autónomas y de las corporaciones locales en materia de defensa de los consumidores” (disposición adicional tercera, número 3, de la LGDCU <sup>(94)</sup>). Téngase en cuenta que el INC estaba legitimado para ejercitar la acción de cesación contra “la utilización o recomendación de cláusulas abusivas” [arts. 10 ter.3.a) de la LGDCU y 16.4 de la LCGC]. De esta forma, el INC podrá ejercitar dicha acción, por ejemplo, cuando se infrinja la normativa de etiquetado, de presentación o de publicidad de productos, en caso de que no figure una indicación de precios, etc.

---

<sup>(93)</sup> Nueva redacción dada por el art. 1.5 de la Ley de Mejora.

<sup>(94)</sup> Nueva redacción dada por el art. 1.15 de la Ley de Mejora.

Por otra parte, la nueva redacción del art. 5.3 de la Ley 1/2004, de 21 de diciembre, de Horarios Comerciales<sup>(95)</sup>, permite a las Comunidades Autónomas determinar los días y horas en que los pequeños establecimientos podrán permanecer abiertos al público en función de las necesidades comerciales, siempre que, como mínimo, la superficie útil de exposición y venta al público sea de 150 metros cuadrados.

Por último, la Ley de Mejora contempla la devolución extraordinaria del Impuesto sobre Hidrocarburos para agricultores y ganaderos<sup>(96)</sup> y establece que la sanción por las infracciones previstas en la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, corresponderá a los organismos previstos en el art. 58 de dicha Ley<sup>(97)</sup>.

---

<sup>(95)</sup> Redacción dada por la disposición final novena de la Ley de Mejora.

<sup>(96)</sup> Disposición adicional primera.

<sup>(97)</sup> Disposición adicional segunda.

---

# JURISPRUDENCIA

---

## DE NUEVO, EL VALOR OBLIGACIONAL DE LAS CARTAS DE PATROCINIO

*(Comentario a la STS de la Sala Primera, de 13 de febrero de 2007) (\*)*

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Facultad de Derecho  
Universidad Complutense  
de Madrid*

### FUNDAMENTOS DE DERECHO

**Primero.**—1) El 18 de febrero de 1992 se celebró entre Sitones, SA Promociones Inmobiliarias, y el Banco de Comercio contrato de préstamo con tipo variable por importe de 300 000 000 ptas. a satisfacer en cantidad de 22 000 000 ptas. a los vencimientos de 18 de agosto de 1992, 18 de febrero y 18 de agosto de 1993, 18 de febrero y 18 de agosto de 1994 y la cantidad de 190 000 000 ptas. el 18 de febrero de 1995.

2) Como anexo al citado contrato y en garantía de un pago, se pignoraron diversos bonos del Banco de Comercio, cuyos titulares eran D. Benjamín y su esposa D.<sup>a</sup> Natalia, por un valor de 160 000 000 ptas.

3) En carta fechada el mismo día que los contratos citados, D. Benjamín hace pa-

tente su conocimiento sobre el contrato anterior, así como el interés personal y de su grupo empresarial (que ostenta la mayoría del capital) de que la operación se resuelva con toda normalidad, comprometiéndose a informar al banco en caso de que desapareciera tal situación de mayoría de capital, y añadiendo que “en cualquier caso, pondremos por nuestra parte todos los medios y medidas necesarias para que la operación tenga buen fin”.

4) El contrato comenzó a incumplirse el día 31 de diciembre de 1993, fecha en la que se debían abonar los intereses así como los subsiguientes de amortización del principal a partir del 18 de febrero de 1994. El banco tuvo por resuelto el contrato y por vencido de forma anticipada a fecha 14 de febrero de 1994. En la misma fecha se noti-

---

(\*) Ponente: Excmo. Sr. D. Juan Antonio Xiol Ríos

fica al demandado y su esposa la ejecución de la garantía pignoratícia por importe de 161 330 100 ptas., deducidos los corretajes a fecha 28 de febrero de 1994, sin aplicación ni liquidación del interés correspondiente a dicho período. El Banco de Comercio aceptó la hipoteca unilateral establecida en su favor así como de otros acreedores.

5) El Banco de Comercio, SA, interpuso demanda contra D. Benjamín en reclamación de 78 279 069 ptas. (quien formuló demanda reconvencional).

6) El Juzgado desestimó la demanda (y desestimó la reconvención), fundándose en que no es posible conferir a la carta firmada por el demandado el carácter de garantía personal, como si de una fianza solidaria se tratase, por a) no ser expresa, b) ni corresponder a la intención de los contratantes establecer una garantía personal, pues ésta se hizo efectiva mediante la constitución de una pignoración sobre valores, y ambos contratos fueron intervenidos por agentes colegiados, formalidad que no se observa, sin embargo, para completar el resto de la garantía. c) Según la sentencia, la presunción no podría llegar más que a una garantía o fianza simple, es decir, sometida a los principios de división y excusión señalados en los arts. 1830 y ss. del Código civil (LEG 1889\27) [CC] y no a la fianza solidaria que requiere ser expresa, lo que hubiera requerido haber traído al procedimiento a la sociedad prestataria; y d) obstaculiza la demanda la doctrina de los actos propios, pues el Banco de Comercio acepta la hipoteca unilateral establecida en su favor así como de otros acreedores, por lo que se constituye una garantía real de pago de la adeudada.

7) La Audiencia Provincial desestima el recurso de apelación. Para ello a) rechaza la aplicación de la doctrina sobre las llamadas cartas de patrocinio, recogiendo que la sentencia de instancia pone de relieve una serie de datos, que enumera y valora, los cuales llevan a la conclusión de la inexistencia de la constitución de la pretendida garantía personal por el demandado; b) añaden

de que se pone de relieve en la carta remitida por el demandado a la entidad bancaria una declaración de conocimiento de la operación efectuada, así como una intención de llevar a buen fin su objeto, con una referencia concreta a la situación accionarial en ese momento, y al compromiso, que no es otro, de comunicar al banco la posibilidad de la alteración de esa composición societaria.

8) El Banco de Comercio, SA, hoy Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA, recurre en casación contra esta sentencia.

**Segundo—A)** El motivo primero se introduce con la siguiente fórmula:

“Por infracción de las normas del ordenamiento jurídico, con amparo procesal en el ordinal 4.º del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881\1). Como normas del ordenamiento jurídico que se consideran infringidas han de citarse las siguientes:

Aplicación incorrecta de los artículos 1281.1.º, 1282, del Código Civil (LEG 1889\27) con relación a los artículos 1091, 1822 del mismo cuerpo legal y 439 del Código Civil, y de la Jurisprudencia que interpreta este último artículo, e indebida aplicación del artículo 1827 del Código Civil”.

B) El motivo se funda, en síntesis, en lo siguiente:

La sentencia, al interpretar la carta dirigida por el demandado Sr. Juan Luis, elude su sentido literal, interpreta erróneamente la intención de los contratantes, prescindiendo de las circunstancias derivadas de los objetivos que usualmente cumplen los compromisos similares al enjuiciado en relación con préstamos de gran importancia, dada la insuficiencia de las formas jurídicas disponibles y la necesidad de las cartas de patrocinio, cuando la garantía prendaria sólo cubría el 53% del principal y la constitución de una hipoteca unilateral no demuestra la inexistencia de la voluntad de obligarse, dados los requerimientos que la precedieron, ni tampoco la falta de constancia de la garantía en

el impreso, pues las cartas de patrocinio presentan un enunciado descriptivo con valor de realización y son, según la doctrina, el cauce expresivo de una fianza y, además, la fianza no es la única garantía personal que se admite en nuestro Derecho, por lo que se aplica indebidamente el artículo 1827 del CC (LEG 1889\27) y la fianza mercantil está sometida jurisprudencialmente a un régimen de solidaridad en consonancia con el Derecho comunitario y la realidad social.

C) El motivo segundo se introduce con la siguiente fórmula:

“Por infracción de las normas del ordenamiento jurídico, con amparo procesal en el ordinal 4.º del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881\1). Como normas del ordenamiento jurídico que se consideran infringidas al no haber sido aplicadas las siguientes normas: artículos 1088 y 1098, ambos del Código Civil (LEG 1889\27)”.

D) El motivo se funda, en síntesis, en que para el caso de que no fuesen de aplicación las normas que rigen la fianza, son de aplicación los artículos citados sobre cumplimiento de las obligaciones, pues el demandado, como presidente y consejero delegado, al dejar que Sitones incumpliese los plazos de devolución del préstamo, incurrió en falta de diligencia en relación con su obligación de vigilar e influir en la conducta de la sociedad participada, dada su posición preeminente en la compañía, por esa participación mayoritaria a la que hace referencia en el documento objeto del litigio, dado que la sociedad patrocinante ostenta el poder absoluto de decisión en la filial es difícil excluir que la primera ha asumido con la mencionada cláusula una obligación de resultado. El recurrido creó unas expectativas en el prestamista que luego en realidad se frustraron, imponiendo el pago de sus obligaciones en un plazo de 10 años adicionales para satisfacer la deuda (hipotecando su patrimonio en favor de otros varios acreedores también) y además adquiere créditos sobre em-

presas en suspensión de pagos cuyas deudas se compromete a satisfacer.

E) El motivo tercero se introduce con la siguiente fórmula:

“Por infracción de las normas del ordenamiento jurídico, con amparo procesal en el ordinal 4.º del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Como normas del ordenamiento jurídico que se consideran infringidas al no haber sido aplicados citamos los artículos 1709 y 1729 del Código Civil”.

F) El motivo se funda, en síntesis, en que en el caso de que la función de garantía no fuese el elemento identificador de la carta de 18 de febrero de 1992 suscrita por el Sr. Juan Luis y tampoco fuesen contempladas las declaraciones contenidas en la misma como una obligación de resultado, el referido documento viene a conformar un contrato de mandato, pues el mandato de crédito es en esencia un mandato y en la carta subyace una específica relación de colaboración, típica del mandato entre el que la suscribe y el receptor de la misma ya que las declaraciones de la carta están destinadas a movilizar la voluntad del receptor para que éste concluya un negocio que el emisor no quiere o no puede realizar por sí mismo (otorgar un préstamo a Sitones de 300 millones de pesetas). Concorre la obligación de resarcimiento que impone el artículo 1729 del CC (LEG 1889\27) con carácter objetivo.

G) Los tres motivos están estrechamente relacionados entre sí, por lo que procede estudiarlos conjuntamente.

H) Los tres motivos deben ser desestimados.

**Tercero.**—En los contratos bancarios entre empresas es menester conciliar el reconocimiento de la libertad de contratación, acogiendo las nuevas figuras típicas del tráfico bancario, entre las que figuran las cartas de patrocinio, y la necesidad de interpretar tales contratos de acuerdo con las normas vigentes, impidiendo fraudes de Ley y abusos de derecho.

La STS de 30 de junio de 2005, recurso número 108/1999 (RJ 2005\5089), ha estudiado las llamadas, “cartas de patrocinio”, también denominadas “cartas de confort”, “cartas de apoyo”, “cartas de conformidad”, “cartas de responsabilidad”, “cartas de garantía”. Con ellas se designa una fórmula de crédito financiero, que se ha introducido en nuestro derecho proveniente del derecho anglosajón (*letter of responsibility, letter of support, letter de patronage, letter of intention*, etc.), a las que la doctrina científica moderna española ha dado carta de naturaleza, y que asimismo recoge la jurisprudencia de esta Sala [SSTS de 16 de diciembre de 1985 (RJ 1985\6442) y colateralmente la de 10 de julio de 1995 (RJ 1995\5561)].

Esta institución ha adquirido importancia en el tráfico mercantil como tendente a facilitar la celebración de contratos de crédito, ya que puede comportar ventajas fiscales, de normativa contable, de control de cambios, admite una indeterminación de los efectos jurídicos subsiguientes al acto de emisión de la carta y permite una función de movilización del crédito.

Dicha figura crediticia se funda en nuestro Derecho en el principio de libertad de contratación establecido en el artículo 1255 del CC (LEG 1889\27).

Doctrinalmente ha surgido la distinción de dos clases de cartas de patrocinio, las “cartas fuertes” y las “cartas débiles”. Las segundas suelen ser emitidas generalmente para declarar la confianza en la capacidad de gestión de los administradores de la sociedad que aspiran al crédito, de la viabilidad económica de la misma. Dichas “cartas débiles” pueden estimarse como simples recomendaciones que no sirven de fundamento para que la entidad crediticia pueda exigir el pago del crédito a la entidad patrocinadora.

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 (RJ 1985\6442), que lo refiere al contrato de fianza, la cual puede constituirse por carta del fiador al banco [STS de 14 de noviembre de 1988 (RJ 1988\9037)].

En algunos supuestos esto podría chocar con el presupuesto o requisito esencial de que la declaración constitutiva de fianza ha de ser clara y precisa, sin que pueda sustentarse en expresiones equívocas, que a menudo se prodigan en las cartas de patrocinio, en la cuales existe la tendencia a atenuar su fortaleza y consecuencias jurídicas. Se puede acudir con otros sectores doctrinales a la asimilación con otras figuras contractuales menos sensibles al factor de equivocidad que frecuentemente pretende introducirse en estos documentos por aquel que los emite para así desdibujar la idea de afianzamiento; entre otras, el mandato de crédito, asimilando las relaciones derivadas de la emisión de las cartas de patrocinio y las relaciones típicas del mandato, cosa que implica, como principal consecuencia, el reconocimiento de la responsabilidad del emisor en aquellos casos en que su destinatario atiende al requerimiento formulado en la carta, o, en otros términos, el hecho de que el destinatario provea a la financiación del patrocinado, lo que debe determinar el nacimiento de una obligación encaminada a mantener indemne al colaborador de los perjuicios que se deriven del cumplimiento del encargo, constituyendo la propuesta de mandato el motivo determinante de la actuación del mandatario y provocando, en caso de ser aceptada, los efectos jurídicos correspondientes al contrato de mandato.

Así el encargo de dar crédito a persona determinada pasa a constituir, como cualquier otro encargo, una proposición de mandato con sus propios efectos jurídicos, cuando esa invitación o incitación a la concesión de crédito va acompañada de una promesa de garantía, asumiendo más o menos directamente el exhortante (mandante) el riesgo

de la operación (promesa atípica de garantía), susceptible de llevarse a cabo por cualquiera de las formas admitidas en el CC (LEG 1889\27) [STS de 10 de julio de 1995 (RJ 1995\5561)] Así quien inste a otro a dar crédito a un tercero y logra efectivamente la concesión del crédito solicitado puede quedar obligado jurídicamente, no ya tanto por mediación de contactos previos más o menos explicitados en acuerdos, sino porque el ordenamiento viene a contemplar y dar relevancia al hecho de haber obtenido la satisfacción del interés que el encargo expresaba, pudiendo el destinatario de la carta de patrocinio (concedente) dirigirse para reclamar la efectividad y cumplimiento del contrato de crédito contra el también interesado (patrocinador-mandante) cuando el acreditado incumpla [artículos 1712, 1729 del CC y 287 del Código de Comercio (LEG 1885\21)], ello al margen de la responsabilidad que pueda apreciarse en el emisor de la carta de patrocinio, en cada caso concreto, como 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.

**Cuarto.**—Ante una carta de esta naturaleza, es preciso, mediante las técnicas de interpretación contractual, determinar, en primer término, si la declaración de voluntad tiene entidad para vincular al emitente, y supuesto que la tenga, calificarla y, de conformidad con el resultado de ésta, aplicar las normas que procedan con el fin, si procede, de determinar la existencia de una obligación de garantía de carácter mercantil a la que pueda resultar aplicable la jurisprudencia de esta Sala, no exenta ciertamente de excepciones, relativa al carácter solidario de la fianza mercantil [SSTS 4 de diciembre de 1950 (RJ 1951\227), 7 de diciembre de 1968 (RJ 1968\5748), 25 de abril de 1969 (RJ 1969\2232), 16 de junio de 1970 (RJ 1970\3114), 20 de octubre de 1989 (RJ 1989\6941), 7 de marzo de 1992 (RJ 1992\2007) y 16 de mayo de 2004 (sic)].

La STS de 16 de diciembre de 1985 (RJ 1985\6442), en doctrina que sigue la de 30 de junio de 2005 (RJ 2005\5089), establece a tal efecto los siguientes requisitos o presupuestos, necesarios para que pueda atribuirse a una carta de patrocinio el efecto propio de un contrato de garantía: 1) que exista intención de obligarse la sociedad matriz 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 art. 1827 del CC (LEG 1889\27); 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 de 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 tienen 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.

**Quinto.**—En el caso examinado, el tenor de la carta dirigida al banco, reproducida en el antecedente de hecho tercero de esta resolución, en unión de las circunstancias que la sentencia de apelación, acogiendo la valoración probatoria efectuada por la sentencia de primera instancia, declara probadas, lleva a la conclusión de que, en principio, no existe dificultad para entender que se cum-

plen los requisitos enumerados en el último párrafo del fundamento a jurídico anterior como 1, 3, 4 y 5, puesto que:

a) Se refleja en el último párrafo de la carta la obligación que contrae el firmante personalmente, en unión del grupo de empresas que le pertenece, según manifiesta, de poner “por nuestra parte todos los medios y medidas necesarias para que la operación tenga buen fin”. Esta expresión, en su contenido literal, implica contraer algún tipo de obligación, que deberá precisarse para determinar su alcance, en relación con el buen fin de la operación de préstamo a la que, según se desprende de los antecedentes de la carta y del primer párrafo de la misma, ésta responde.

b) El firmante de la carta se compromete personalmente y en nombre de grupo de empresas de la que es titular, por lo que nada permite suponer que carezca de facultades para obligarse en virtud de un contrato de garantía.

c) En principio, no existe dificultad en admitir, según la valoración probatoria acogida en la instancia, que la carta dirigida al banco ha sido determinante para la conclusión de la operación, pues, aunque en ella se dice conocer el préstamo ya formalizado, la identidad de fecha entre la póliza de préstamo y la propia carta, junto con el hecho de que la garantía pignoratícia prestada en parte por el propio firmante era insuficiente para cubrir la totalidad de un préstamo de elevada cuantía, constituyen elementos que reflejan el carácter relevante de la carta para la conclusión de éste.

d) Aunque no se trata de una garantía otorgada por una sociedad matriz respecto de la sociedad filial, existe un compromiso personal por parte del firmante de la carta en función de la posición de dominio en la sociedad derivada de la posesión por su parte y por el grupo de sociedades de la que es titular de la mayoría absoluta de las acciones de aquélla.

No se cumple, por el contrario, el requisito que antes ha sido recogido bajo el número 2, consistente en que las expresiones en virtud de las cuales el otorgante de la carta de patrocinio se obliga a prestar apoyo financiero o de colaboración para el buen fin del préstamo no pueden ser equívocas.

Aisladamente considerada, la expresión según la cual “[y] en cualquier caso, pondremos por nuestra parte todos los medios y medidas necesarias para que la operación tenga buen fin”, con la que se cierra la carta, podría ser determinante de la citada obligación de colaboración para el buen fin de la obligación y en sí no puede ser considerada equívoca.

Sin embargo, dicha expresión debe ser, en función del llamado criterio de la totalidad [“canon hermenéutico de la totalidad del área contractual”, según la STS de 26 de octubre de 1998 (RJ 1998\8511)], reflejado en el artículo 1285 del CC (LEG 1889\27), interpretada en relación con el conjunto de las cláusulas de la carta otorgada, la cual en los párrafos antecedentes contiene una expresión, para el caso de que el firmante de la misma junto con el grupo de empresas que le pertenece contemple la posibilidad de desprenderse de la posición mayoritaria en la sociedad patrocinada, del siguiente tenor literal: “nos comprometemos a informarles y a estudiar con ustedes las medidas pertinentes para que dicha operación crediticia pudiera llegar a feliz término”. Se admite, en consecuencia, para el caso de contemplar la pérdida de la posición mayoritaria en la sociedad, un compromiso que se concreta únicamente en un deber de información y de estudio con los representantes del banco (con la consiguiente necesidad de un acuerdo posterior entre ambas partes) de medidas encaminadas al buen fin de la operación, cosa que no comporta la expresión de un deber resolutivo de garantizar dicho resultado.

Una interpretación racional de la cláusula con la que concluye la carta, puesta en relación con la que acaba de examinarse, conduce a la conclusión de que, a pesar de

la expresión con que el último párrafo se introduce (“en cualquier caso”), no puede interpretarse que en éste se contrae con eficacia resolutoria un compromiso inequívoco de llevar a buen fin la operación cuando el párrafo anterior, para el caso de contemplar la pérdida de la mayoría absoluta de las acciones, que constituye presupuesto necesario para el cumplimiento de un compromiso de garantía, el deber contraído es únicamente de información y estudio de medidas, que hay que entender lógicamente condicionadas a un posterior acuerdo con el banco, con el que únicamente se compromete el estudio mutuo para, hay que suponer, el mantenimiento del *statu quo*.

El conjunto de la carta resulta, así, equívoco en cuanto al carácter resolutorio del compromiso contraído, y, en consecuencia, incumple el requisito del carácter inequívoco del compromiso resolutorio para el buen fin de la operación que la jurisprudencia contempla como requisito para reconocer a las cartas de patrocinio la eficacia propia de un contrato de garantía sujeto al régimen de la fianza, del mandato de crédito o del propio de una forma de contrato de garantía atípico. Debe considerarse, en consecuencia, siguiendo las categorías propuestas doctrinalmente, como una carta de patrocinio débil, entre las que paradigmáticamente figuran aquellas en las que el emitente se limita en su declaración de voluntad a ofrecer información relativa a su porcentaje de participación en el capital de la sociedad filial, a expresar el conocimiento o consentimiento del crédito otorgado a ésta y al compromiso de mantener una buena gestión para hacer frente al crédito 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 en la sociedad.

**Sexto.**—La sentencia de apelación no se separa, en conjunto, de esta interpretación, por lo que no pueden apreciarse en ella las infracciones denunciadas, ya que a) la interpretación que se realiza de la carta de patrocinio y sus efectos es sustancialmente conforme con las normas sobre interpretación de los contratos y con las del contrato de fianza, de acuerdo con su aplicación jurisprudencial en este supuesto (motivo primero); 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, habida cuenta de que se trata del cumplimiento de la concreta obligación asumida y no del préstamo (motivo segundo); y c) no existe un mandato de crédito, puesto que la interpretación doctrinal que atribuye esta naturaleza a las cartas de patrocinio, reflejada indirectamente en la jurisprudencia, no sería aplicable a aquellos casos en los cuales la interpretación de las mismas es incompatible con la apreciación de un compromiso resolutorio inequívoco, como ocurre en el caso contemplado (motivo tercero).

**Séptimo.**—La desestimación de todos los motivos de casación comporta la procedencia de declarar no haber lugar al recurso de casación e imponer las costas a la parte recurrente, de acuerdo con el art. 1715 LEC/1881 (LEG 1881\1), así como la pérdida del depósito constituido”.

## SUMARIO

- I. LAS CARTAS DE PATROCINIO COMO MANIFESTACIÓN DE LA CREACIÓN JURISPRUDENCIAL .
  - II. EL SUPUESTO DE HECHO: LA IMPORTANCIA DEL TEXTO DE LA CARTA DE PATROCINIO.
  - III. LA DOCTRINA DE LA STS DE 13 DE FEBRERO DE 2007.
- 

### I. LAS CARTAS DE PATROCINIO COMO MANIFESTACIÓN DE LA CREACIÓN JURISPRUDENCIAL

Hace más de veinte años en las páginas de esta misma Revista tuvimos ocasión de analizar cuál debía de ser en el ordenamiento jurídico español el valor jurídico de las llamadas “cartas de patrocinio”<sup>(1)</sup>. En aquella ocasión la atención la motivaba la aproximación jurisprudencial a una modalidad de garantías personales que entonces se atisbaba como una interesante innovación, sobre todo con respecto a la presencia hegemónica de la fianza como tipo de garantía personal preferente y a la aparición de nuevas formas alternativas de garantía. Curiosamente, el objeto de nuestra inicial atención entonces fue la Sentencia de la Audiencia Territorial de Madrid de 18 de octubre de 1984, que posteriormente resultó confirmada por el Tribunal Supremo en su Sentencia de 16 de diciembre de 1985<sup>(2)</sup>, y cuyo criterio mantiene toda su vigencia, como se encarga de probar la Sentencia dictada recientemente por la Sala Primera el pasado 13 de febrero de 2007<sup>(3)</sup>, y se subrayaba la voluntad de plasmar la doctrina jurisprudencial con respecto a las cartas de patrocinio.

---

(1) Vid. “Valor jurídico de las cartas de garantía o cartas de patrocinio”, *RDBB*, 20, (1985), pp. 871 y ss. y mis trabajos “Garantías bancarias: las cartas de “patrocinio” y las garantías “a primera demanda”, en AA.VV., *Contratos bancarios*, (dir. García Villaverde), Civitas, Madrid (1992), pp. 711 y ss., y “Las cartas de patrocinio” en AA.VV., *Derecho del mercado financiero*, (dirs. Alonso Ureba/Martínez Simancas), tomo II, vol. 2, Madrid 1994, pp. 217 y ss.

(2) RJ 1985\6442.

(3) RJ 2007\684.

Veinte años después, nos encontramos con que el Tribunal Supremo ha tenido oportunidad de pronunciarse con respecto a las cartas de patrocinio en tres ocasiones principales. Además de las Sentencias que hemos mencionado, que suponen el primer pronunciamiento y el más reciente de nuestro Alto Tribunal, también es preciso tomar en consideración la doctrina sentada en la Sentencia de 30 de junio de 2005<sup>(4)</sup>, que se ocupó igualmente de la valoración que merecía una carta de patrocinio, siendo también conveniente tomar en consideración otros pronunciamientos de la Sala Primera que sin entrar directamente en la valoración de cartas de patrocinio, sí establecieron algunos principios relevantes en cuanto a la admisibilidad de las nuevas formas atípicas de garantía personal en el marco de nuestro ordenamiento jurídico bancario. En este sentido, parece oportuno citar las Sentencias de 14 de noviembre de 1988<sup>(5)</sup> y de 10 de julio de 1995<sup>(6)</sup>.

La recopilación de todos estos fallos por parte del Tribunal Supremo se deduce del propio tenor literal de la cuidada Sentencia que estamos comentando, precisamente como presupuesto de la voluntad de dejar plasmada la postura del Tribunal Supremo en relación con las cartas de patrocinio. A esa atención jurisprudencial, acreditada a lo largo de estos decenios, ha de sumarse también la evidencia de una correspondiente labor doctrinal que ha hecho que el estudio de las cartas de patrocinio haya sido igualmente materia tratada tanto en virtud de distintas monografías<sup>(7)</sup> como en función de diversos artículos doctrinales<sup>(8)</sup>. Ciertamente es que el estudio de las cartas de patrocinio como figura alternativa de garantía personal se enmarca en una corriente jurisprudencial y doctrinal de mayor alcance a favor del reconocimiento de la validez, al amparo del art. 1255

(4) RJ 2005\5089; *vid.* los comentarios de DÍAZ MORENO, A., *Derecho de los Negocios* 182 (2005), pp. 37 y ss. y CARRASCO PERERA, A., “Comentario a la Sentencia de 30 de junio 2005. Cartas de patrocinio. Obligaciones resultantes de las declaraciones de titularidad sobre el capital de la filial y de apoyo financiero en caso de insolvencia”, *CCJC*, 71 (2006), pp. 895-915 y los comentarios que a la misma sentencia realiza este autor en “Cartas de patrocinio y garantías independientes en el concurso” en *Revista de Derecho concursal y paraconcursal*, 4 (2006), pp. 92-107.

(5) RJ 1988\9037.

(6) RJ 1995\5561.

(7) *Vid.*, CASTRO MARTÍN, J.L., *Las Cartas de Patrocinio*, Madrid (1994) y SUÁREZ GONZÁLEZ, C., *Las declaraciones de patrocinio. Estudio sobre la denominada “carta de confort”*, Madrid (2004).

(8) En cuanto a la existente antes de la pionera STS de 16 de diciembre de 1985, me remito a la citada en “Valor jurídico”, *RDBB*, 20 (1985), pp. 873 y ss., con especial mención a los trabajos de ARAMENDIA GURREA, *RDBB*, 16 (1984), pp. 779 y ss. En cuanto a la bibliografía posterior, *vid.* las monografías citadas en la nota anterior.

del CC, de nuevas figuras de garantía personal, más allá de la fianza, siendo esta cuestión ampliamente debatida en ocasiones precedentes y de manera singular en relación con el estudio de las garantías a primer requerimiento<sup>(9)</sup>.

La existencia de esos pronunciamientos sucesivos de nuestro Tribunal Supremo obliga a plantear la litigiosidad que existe en torno a las cartas de patrocinio y a concluir que, necesariamente, esa circunstancia tiene su origen en una amplia utilización de esta forma de garantía. En efecto, la práctica bancaria sigue manteniendo la admisibilidad de esas cartas como alternativa a figuras típicas de afianzamiento personal. Recogían las Sentencias del Tribunal Supremo ya citadas, incluida la que nos ocupa, que la razón de esa utilización en el tráfico mercantil obedece a las distintas ventajas fiscales, de normativa contable, e incluso de control de cambios (*vid.* FD 3.<sup>o</sup>). Probablemente los incentivos fiscales o de control de cambios hayan perdido en el momento actual mucha de la vigencia que podían tener en los años 80, pero creemos que sigue existiendo una clara ventaja en la utilización de las cartas de patrocinio en el tratamiento contable que las mismas siguen mereciendo, como garantías que no precisan, precisamente por su carácter atípico e impreciso, de un reconocimiento contable similar al que puede tener el hecho de haber prestado una determinada fianza o una garantía a primer requerimiento (*vid.* art. 200, regla 7.<sup>a</sup> LSA). De manera particular, las cartas de patrocinio ven incrementado el interés de su estudio y la complejidad de su régimen por su frecuente relación con los grupos de sociedades. Es habitual que sean las sociedades dominantes las emisoras de esa suerte de declaraciones como elemento decisivo para la financiación de sus filiales. Ello hace que la interpretación de esas declaraciones se proyecte sobre el difícil y esencial tema de la responsabilidad de la sociedad matriz frente a los acreedores de las filiales y con el de la creación de una confianza en la satisfacción de los créditos correspondientes<sup>(10)</sup>. Puede decirse que la confianza que genera la existencia del grupo se ve concretada en la emisión de cartas que

---

<sup>(9)</sup> *Vid.* SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *El contrato autónomo de garantía. Las garantías a primera demanda*, Madrid (1995), p. 429, en particular a partir de la doctrina recogida en la STS de 27 de octubre de 1992, comentada en *RDBB*, 50 (1993), pp. 541 y ss. Además, *vid.* CERDÁ OLMEDO, M., *Garantía independiente*, Granada (1991), pp. 61 y ss.; REYES LÓPEZ, M.J., *Fianza y nuevas modalidades de garantía*, Valencia (1996), pp. 50 y ss.; CARRILLO POZO, L., *Las garantías autónomas en el comercio internacional*, Bolonia (2000), pp. 54 y ss.; ESTRADA ALONSO, E., *Las garantías abstractas en el tráfico civil y mercantil*, Madrid (2002), pp. 176 y ss., y ESPIGARES HUETE, J.C., *La garantía "a primer requerimiento". Mecanismos de defensa frente a las reclamaciones abusivas del beneficiario*, Bolonia (2006), pp. 53 y ss.

<sup>(10)</sup> *Vid.*, entre las contribuciones más recientes, la de FUENTES NAHARRO, M., *Grupos de sociedades y protección de acreedores (una perspectiva societaria)*, Madrid, 2007.

presentan la dependencia intersocietaria como un factor de solvencia patrimonial y de cumplimiento obligacional.

A las indicadas ventajas funcionales, las cartas de patrocinio añaden otra de carácter estrictamente jurídico: su valor obligacional, su aptitud para comprometer a quien firma esas cartas en la satisfacción de los derechos de los acreedores que puedan verse defraudados por el incumplimiento del deudor principal, ha sido respaldada por el Tribunal Supremo. Por mantenernos en el planteamiento terminológico de este comentario y de otros anteriores, podemos decir que el Tribunal Supremo ha confirmado el valor jurídico de las cartas de patrocinio. Esta última conclusión debe, sin embargo, ser matizada. No queremos con ello señalar que en todos los casos el Tribunal Supremo haya optado por concluir que las cartas de patrocinio dan lugar a una obligación de garantía en sentido estricto. De hecho, la única que lo hizo fue la STS de 30 de junio de 2005, en donde dicho Tribunal respaldó la sentencia de apelación, que a su vez había hecho lo propio con la de la primera instancia, siendo todas las sentencias condenatorias de la sociedad firmante de una carta de patrocinio y dirigida a una entidad de crédito. Por el contrario, nos encontraremos con que la STS de 16 de diciembre de 1985, supuso confirmar la pertinencia de la revocación de la condena que había recaído en primera instancia y que fue inicialmente acordada por la Audiencia Territorial de Madrid. Similar criterio tendente a rechazar la existencia de una obligación de garantía es el acogido por la Sentencia de 13 de febrero de 2007 que comentamos. Por consiguiente, esa doctrina jurisprudencial que se orienta a admitir la validez jurídica de las cartas de patrocinio no debe de llevarnos a entender que de ello resulta en todos los casos la exigibilidad para el firmante de esas cartas del cumplimiento de una determinada obligación. Lo que sucede, como tendremos ocasión de exponer, es que el Tribunal Supremo parte de la admisibilidad de las obligaciones de garantía constituidas mediante este tipo de cartas y precisa las condiciones bajo las que se convierte en una declaración que vincula a su emisor, sin querer con ello señalar que cualquiera que sea el tenor de las mismas da lugar a esa obligación afín a la garantía que implica la fianza.

Con lo que llegamos a una de las más llamativas peculiaridades del tratamiento jurisprudencial de las cartas de patrocinio. Ésta consiste, en nuestra opinión, en el hecho de que el Tribunal Supremo en casi todos los casos tiene que adentrarse en un ámbito de revisión del que repetidamente se ha afirmado su incompatibilidad con el recurso casacional. Lo que se quiere decir es que las cartas de patrocinio plantean siempre, también en casación, un problema de interpretación contractual. La más nítida manifestación de ese problema la constituyen los motivos que alegan la infracción de los artículos 1281 y siguientes del CC, por considerar que la interpretación contractual merecida por la

carta de patrocinio en cuestión, no es la adecuada<sup>(11)</sup>. Así pues, las cartas de patrocinio vienen dando lugar a una situación cuestionable si se pone en relación con los asentados principios que en materia de casación nos señalan que la interpretación contractual es facultad privativa y exclusiva de los Tribunales de Instancia, sin que la mera alegación de las infracciones de los preceptos dedicados a la interpretación contractual sea suficiente para sustentar un motivo en este ámbito casacional, debiendo acompañarse de una adecuada y suficiente explicación de en qué ha consistido la interpretación errónea que se denuncia<sup>(12)</sup>. En materia de declaraciones de patrimonio, el error se concentra en la cuestión de la eficaz obligación de las mismas.

## II. EL SUPUESTO DE HECHO: LA IMPORTANCIA DEL TEXTO DE LA CARTA DE PATROCINIO

La Sentencia del Tribunal Supremo de 13 de febrero de 2007 recoge una característica de la que no puede prescindirse a la hora de analizar el significado jurídico de las cartas de patrocinio. Esa característica es la que obliga a atender, como criterio esencial, al contenido de cada una de las cartas emitidas. Una observación de la realidad del tráfico permite comprobar que es tal la disparidad de las declaraciones contenidas en las que se presentan como cartas de patrocinio o bajo similares denominaciones, que es perfectamente válido tanto defender su relevancia obligacional, como rechazarla. Esa disparidad de contenidos es la que lleva a tratar de sistematizar las distintas categorías de cartas de patrocinio distinguiendo entre aquellas que se adjetivan como *débiles* frente a las que son *fuertes*<sup>(13)</sup>. Se trata de un criterio clasificatorio elemental y que atiende, en esencia, a la relevancia jurídico-obligacional de la declaración emitida. Sin perjuicio de ello, las contribuciones doctrinales están plagadas de intentos por reconducir las distintas cartas a categorías diversas a partir de la concreta prestación que promete o declara el emisor<sup>(14)</sup>.

(11) En el presente caso, el motivo primero denunciaba la “Aplicación incorrecta de los artículos 1281.1.º, 1282, del Código Civil con relación a los artículos 1091, 1822 del mismo cuerpo legal y 439 del Código Civil, y de la Jurisprudencia que interpreta este último artículo, e indebida aplicación del artículo 1827 del Código Civil”.

(12) *Vid.*, la ingente jurisprudencia recogida en FERNÁNDEZ URZAINQUI, *Código Civil*, Cizur Menor (2006), pp. 1184-1186.

(13) Sobre la cuestión, *vid.* el trabajo de VALENZUELA GARACH, F., “La seriedad de las llamadas cartas de patrocinio”, *RDM*, 185-186 (1987), en especial, pp. 394 y ss.

(14) Sigue siendo ilustrativa la clasificación que proponía MAZZONI, A., *Le lettere di patronage*, Milán (1986), pp. 53-64.

En este caso en concreto, el texto de la carta ha de ser analizado a partir de su literalidad. En su primer párrafo se hacía constar por el principal accionista de una empresa, el conocimiento del otorgamiento de un préstamo concedido a la misma, aprobado en esa misma fecha y por importe de trescientos millones de pesetas. Seguía la carta diciendo “S, SA, es una compañía en la que yo mismo y mi grupo empresarial ostentamos una posición de mayoría absoluta en el capital de la misma y tenemos interés de que la citada operación se resuelva con toda normalidad. En el caso de que contempláramos la posibilidad de desprendernos de nuestra posición mayoritaria en S., SA nos comprometemos a informarles y a estudiar con Vds. las medidas pertinentes para que dicha operación crediticia pudiera llegar a feliz término. Y en cualquier caso, pondremos por nuestra parte todos los medios y medidas necesarias para que la operación tenga buen fin”.

Como se ve, la simple lectura de estos párrafos genera dudas sobre cuál es la naturaleza del compromiso que está asumiendo quien hace ese tipo de declaraciones y, en concreto, sobre si son reconducibles a algún tipo de obligación. Más allá del tenor literal de la carta que parcialmente hemos transcrito, parece relevante contrastar su contenido con el de las cartas de patrocinio que el propio Tribunal Supremo tuvo que analizar en sus previas Sentencias de 16 de diciembre de 1985 y de 30 de junio de 2005.

En la primera, que como ya dijimos dio lugar a un fallo que confirmaba que no podía exigirse pago alguno a la entidad emisora de la carta, la entidad bancaria que la firmaba, realizaba, entre otras declaraciones las siguientes: “controla directa o indirectamente la absoluta mayoría de las acciones” y “sostiene sus necesidades económicas, incluyendo la adquisición de dos aviones”, por lo cual “el banco cree firmemente en el futuro de Air Spain” e, incluso, “ha aprobado un aumento del capital social que está en trescientos millones de pesetas”<sup>(15)</sup>.

Por su parte, la confirmación de la condena a la entidad declarante de una carta de patrocinio que estableció la STS de 30 de junio de 2005, se basaba en el siguiente tenor literal: “Muy Sres. Nuestros: En relación con la solicitud de la cuenta de crédito que por importe de 20 millones de ptas. (veinte millones de pesetas), les fue solicitado a Vds. por la empresa CI, SA ..., les comunicamos que poseemos el 100 por 100 del capital de la misma. Con respecto a la mencionada cuenta de crédito, les comunicamos que si CI, SA tuviera problemas a devolverlo a su vencimiento, procederíamos a ampliar capital hasta el importe

---

(15) Las citas están tomadas literalmente del Fundamento Jurídico Primero de la indicada Sentencia.

de dicho crédito para poder hacer frente a tal compromiso. Les saluda atentamente”<sup>(16)</sup>.

Así pues, el hecho de que las resoluciones del Tribunal Supremo tengan opiniones diversas al analizar el alcance obligacional de las cartas de patrocinio se debe, en principal y decisiva medida, a la diversidad que en el contenido de las mismas se observa.

### III. LA DOCTRINA DE LA STS DE 13 DE FEBRERO DE 2007

Al valorar la concreta Sentencia que estamos comentando convendrá comenzar por elogiar la claridad de su exposición, que permite reconstruir el debate registrado en las sucesivas instancias prácticamente en su integridad y que la enlaza con los puntos fundamentales de la doctrina jurisprudencial sentada en las resoluciones precedentes del Alto Tribunal. La claridad expositiva parece apuntar a la intención de plasmar, de nuevo, esa doctrina en esta ocasión, con independencia de que el fallo tuviera que adoptar una sentencia de condena a cargo del emisor de la carta o de absolución del mismo por considerar que la carta conllevaba o no, respectivamente, una obligación de garantía personal. Por eso creemos que es justo destacar que con esta Sentencia lo que viene es a producirse una manifestación de la labor que a lo largo de todos estos años ha llevado a cabo la jurisprudencia con respecto a las cartas de patrocinio, de tal manera que puede afirmarse que el reconocimiento obligacional de éstas se encuentra condicionado a la concurrencia de una serie de requisitos o presupuestos que han quedado repetidamente indicados por nuestro Tribunal en las sucesivas resoluciones dictadas. A partir de éstas se puede afirmar, en primer lugar, la incuestionable admisibilidad de las cartas de patrocinio como eventual figura de garantía personal al amparo del principio de libertad de contratación establecido en el art. 1255 del CC. Esta declaración se ha repetido en las tres Sentencias que sobre las cartas de patrocinio ha dictado el Tribunal Supremo y suponen un argumento sólido en contra de aquellos que pretenden que cualquier figura de garantía personal ha de reconducirse necesariamente al modelo típico de la fianza.

Los motivos de casación en el presente supuesto pueden ser sintetizados señalando que, ante todo, reproducen la estructura argumentativa de los precedentes recursos de casación en esta materia. Antes de entrar en el contenido preciso de cada uno de los motivos, podemos señalar desde una perspectiva más general que lo que plantea el recurso es, en primer lugar, si la carta en cuestión puede ser reconducida a la figura de la fianza, en segundo lugar, si de no ser una

---

<sup>(16)</sup> *Vid.* Fundamento Jurídico Primero de la Sentencia.

fianza, estamos en definitiva ante una obligación cuyo cumplimiento puede ser requerido a partir de los preceptos generales que en materia de obligaciones establece nuestro ordenamiento y, en tercer y último lugar, como pretensión subsidiaria, si se puede encuadrar la carta de patrocinio en cuestión en la figura del mandato de crédito.

En la Sentencia, su Fundamento Jurídico 3.º se encarga de recuperar los aspectos fundamentales de la doctrina jurisprudencial en materia de cartas de patrocinio. Sentado el reconocimiento de estas figuras de garantía al amparo del art. 1255 del CC, se acoge por el Tribunal Supremo la distinción entre cartas de patrocinio *fuertes* y *débiles* destacando que mientras que en las segundas estamos ante una declaración de confianza en aspectos vinculados con la gestión o con la financiación de la sociedad, no pasan de ser simples recomendaciones que no pueden ser esgrimidas por parte de la entidad crediticia acreedora como el fundamento de la concesión del crédito, ni menos aún de la exigencia de un posterior pago del mismo cuando el acreditado o el prestatario no hubieren cumplido con su obligación de restitución correspondiente.

En cuanto a las cartas fuertes, recuerda el Tribunal Supremo que conforme a alguno de los precedentes ya repetidos, se reconoce su condición de contratos atípicos de garantía personal, sin perjuicio de la posibilidad de acabar reconduciendo ese tipo de declaraciones incluso a figuras típicas como el propio contrato de fianza (que es lo que sucedió en el caso analizado por el propio Tribunal Supremo en su Sentencia de 14 de noviembre de 1988)<sup>(17)</sup>, o asimilando la carta a la figura del mandato de crédito.

Lo que viene a establecer de forma clara el Tribunal Supremo es la necesidad de un esfuerzo interpretativo a la hora de analizar el contenido obligacional de cualquier carta de patrocinio. A esa labor se aplica la Sentencia y lo hace estableciendo, como primer paso, la determinación de si se está ante una declaración de voluntad que puede dar lugar a una obligación a cargo del emisor y, en segundo término, la calificación contractual que esa declaración puede merecer. En línea con la doctrina sentada en la STS de 16 de diciembre de 1985, que recuerda que fue igualmente acogida por la más reciente de 30 de junio de 2005, la Sentencia que comentamos recuerda que para atribuir a una carta de patrocinio el efecto propio de un contrato de garantía tienen que concurrir cinco requisitos o presupuestos que son los siguientes: “1) que exista intención de obligarse la sociedad matriz 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

(17) RJ 1988\9037.

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 art. 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 de 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 tienen 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>(18)</sup>.

La concurrencia de estos requisitos resultaba esencial para entender del primer motivo que en definitiva venía a establecer que la carta de patrocinio en cuestión daba lugar a una fianza y por ello se invocaba la infracción de los arts. 1281 y 1282 en relación, entre otros, con los artículos 1822 del CC y 439 del CCo. Pues bien, a ese respecto, la postura del Tribunal Supremo es denegatoria de la asimilación de la carta de patrocinio a un contrato de fianza sobre la base de la ausencia en el caso analizado del segundo de los requisitos. Frente a la exigencia de que la declaración resulte clara, que no contenga expresiones equívocas, el Tribunal Supremo concluye que se está ante una declaración manifiestamente imprecisa. Entra en juego en este ámbito la prohibición de presumir una fianza y la exigencia de formulación expresa de ésta (artículo 1827 del CC). De manera que la existencia de una fianza o de una garantía personal (por aplicación analógica de aquel precepto) sólo puede defenderse a partir de una expresa “manifestación de voluntad del fiador de asumir la fianza” debiendo esa declaración alcanzar con igual claridad a “la persona a quien se garantiza la obligación que se afianza y los límites de la misma”<sup>(19)</sup>.

El Tribunal Supremo ratificó el criterio contrario a apreciar la existencia en la declaración de un compromiso de carácter inequívoco, que suponga la asunción de una obligación de garantía en sentido estricto por el firmante. Aplicando el criterio de interpretación de la totalidad que impone el art. 1285 del CC, lo que concluye el análisis de la carta de patrocinio sobre la que gira todo el debate casacional es que se trataba de una carta *débil* en la que el deber contraído por el firmante resultaba exclusivamente un deber de información y

---

(18) Fundamento Jurídico Cuarto de la Sentencia comentada.

(19) Vid. GUILARTE, V., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, tomo XXIII, pp. 123-124.

estudio de medidas, que serían analizadas conjuntamente con el banco acreedor, sin que ello supusiera una asunción inequívoca del subsidiario deber de rembolsar el préstamo concedido a la sociedad participada en el supuesto de que ésta no lo hiciera. Lo que expresó la carta fue, simplemente, el compromiso de informar y analizar con el banco determinadas medidas para el supuesto de que quienes hasta entonces habían ostentado la mayoría en la sociedad dejaran de hacerlo y, en tal caso, se pudieran adoptar una serie de medidas destinadas al buen fin del crédito.

Esa interpretación por parte del Tribunal Supremo de la declaración constitutiva de la carta de patrocinio, en línea con lo que había sido el criterio de los Tribunales de instancia, conducía no sólo a la desestimación del motivo que reclamaba la existencia de un contrato de fianza, sino también a la de los otros dos motivos que trataban de introducir la consideración de dicha carta como, en primer lugar, una obligación que habría sido incumplida, por la que los accionistas mayoritarios de la sociedad prestataria asumían una obligación de resultado consistente en la oportuna y completa devolución del préstamo concedido y, en segundo lugar, la pretensión de asimilar la carta de patrocinio a un mandato de crédito. Si no existe una declaración suficientemente equívoca para constituir una obligación de garantía, ello sirve también para desestimar cualquier otro tipo de delimitación obligacional, y así lo acabó sancionando la Sentencia comentada.

---

# NOTICIAS

---

## **1. INTERPRETACIONES SOBRE LAS NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA**

La adopción por parte de la UE de las Normas Internacionales de contabilidad (NIC) cuya complejidad y extensión son manifiestas da lugar a la necesidad de normas de interpretación sobre las mismas que lleva a efecto el denominado “Comité de interpretaciones de las normas internacionales de información financiera” (CINIIF). Interpretaciones que se publican por medio de reglamentos de la Comisión que, como se sabe, son obligatorios en todos sus elementos y directamente aplicables en cada Estado miembro. Los dos últimos reglamentos en esta materia, de momento, que contienen tales interpretaciones llevan los números 10 y 11 (DO L 141/46 y 141/49, de 2 de junio de 2007).

La interpretación número 10 se refiere a la “información financiera intermedia y deterioro del valor” la cual tiene por finalidad aclarar que las pérdidas por deterioro de valor del fondo de comercio y de determinados activos financieros (inversiones en instrumentos de capital clasificados como disponibles para la venta e instrumentos de capital no cotizados valorados al coste) que se hayan reconocido en los Estados financieros intermedios no deben revertirse en posteriores estados financieros intermedios o anuales. El Reglamento (CE) n.º 610/2007 de la Comisión declara que esta interpretación se ha hecho necesaria debido a una aparente contradicción entre los requisitos de la NIC 34 titulada *Información financiera intermedia* y los de la NIC 36, *Deterioro del valor de los activos* y las disposiciones sobre el *Deterioro del valor de determinados activos financieros* contenidas en la NIC 39. Esta interpretación n.º 10 está expresada en el anexo que acompaña al reglamento.

El reglamento (CE) n.º 611/2007 de la Comisión se refiere a la interpretación n.º 11 del CINIIF relativa a la norma internacional de información financiera (NIIF) 2 titulada *Transacciones con acciones propias y del grupo*. Tal interpretación, trata de completar la forma en que debe aplicarse la NIIF 2 en lo relativo a *Pagos basados en acciones*. Se dice en el reglamento que esta interpretación resulta necesaria dado que hasta ahora no había pautas sobre la forma de contabilizar, en los estados financieros de la entidad, los acuerdos de pago basados en acciones a través de los cuales una entidad reciba bienes o servicios a cambio de instrumentos de patrimonio de su entidad dominante. El anexo al reglamento, que contiene la interpretación sobre transacciones con acciones propias y del grupo, expone de una manera específica la problemática que se plantea de acuerdo con la Norma Internacional de Información Financiera

NIIF 2, cuya lectura genera, sin duda, problemas que en su aspecto jurídico resultan ciertamente problemáticos.

Estas interpretaciones ponen de manifiesto la complejidad que representa la adopción de las NIIF, pues, a pesar de las aclaraciones que se ofrecen por medio del Subcomité de interpretaciones han de implicar una manifiesta dificultad hasta el momento en que los expertos contables dominen el nuevo sistema y, de rechazo, han de crear problemas jurídicos de difícil coordinación con el ordenamiento jurídico societario.

*Fernando Sánchez Calero*

## **2. LA NUEVA REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA FAVORECER LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL: LA ORDEN PRE/3/2007**

### **1. Antecedentes**

En España, la regulación de los Fondos de Titulización se inicia en el año 1992 y pasa por las 4 etapas siguientes, que han afectado a 4 tipos de Fondos (ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998, p. 279 y ss. y nuestro estudio sobre “La titulización de activos en el área iberoamericana”, en la *RIMV*, n.º 1, 2000, pp. 7 y ss.): 1.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulización Hipotecaria (arts. 5.º y 6.º de la Ley 19/1992). 2.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulización de Activos (Disposición Adicional Quinta de la Ley 3/1994 y RD 926/1998, ver al respecto nuestro estudio sobre “Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario urgente del Real Decreto 926/1998”, en esta *RDBB*, n.º 77, 2000, pp. 119 y ss. y nuestra noticia sobre “La determinación de los derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos por la Orden EHA/3536/2005”, en esta *RDBB* n.º 101, 2006, pp. 242 y ss.). 3.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulización de Activos resultantes de la Moratoria Nuclear (Disposición Adicional Séptima de la Ley 54/1997 y RD 2202/1995, ver al respecto nuestra noticia sobre la “Nueva regulación de los Fondos de Titulización de activos resultantes de la moratoria nuclear por la Ley 54/1997, del sector eléctrico”, en esta *RDBB*, n.º 68, 1997, p. 1247 y ss.). 4.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYME), creados conforme al art. 53 de la Ley 49/1998.

El régimen de estos últimos FTPYME fue desarrollado, inicialmente, por la OM de 28 de mayo de 1999, sobre los Convenios de Promoción de este tipo de Fondos (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 75, 1999, pp. 274 y ss.) que fue sustituida por la Orden de 28 de diciembre de 2001 (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 86, 2002, pp. 280 y ss.) y esta última fue modificada parcialmente por la Orden ECO/1064/2003 (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 91, 2003, pp. 319 y ss.).

Ahora, la regulación de estos FTPYME se establece en la Orden PRE/3/2007, de 10 de enero, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial que entró en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE (BOE n.º 11, de 12 de enero de 2007) y derogó las anteriores Órdenes de 2001 y 2003. Esta nueva regulación de 2007 mantiene la estructura básica anterior, introduciendo ciertas modificaciones que vienen exigidas por la experiencia de seis años y que afectan a los requisitos de constitución de los fondos, al carácter cerrado de los mismos, a las mejoras técnicas de procedimiento y a la posible exigencia de una comisión por la concesión del aval. Con buen criterio, el regulador ha optado por fijar un nuevo marco normativo evitando introducir modificaciones excesivas y sucesivas en la normativa vigente.

Esencialmente, estos FTPYME pretenden mejorar la financiación bancaria de las PYMES, facilitando la cesión a los Fondos de los activos derivados de los préstamos y créditos que les conceden las entidades de crédito mediante la concesión del aval del Estado a los valores que emiten aquellos Fondos. En definitiva, la posibilidad de movilizar el crédito concedido por las entidades bancarias a las PYMES mediante su posible cesión a los FTPYME y el aval público a los valores que estos Fondos emitan facilitará la concesión misma de aquel crédito y mejorará sus condiciones.

## **2. Estructura de los FTPYME**

La estructura subjetiva de estos FTPYME tiene carácter triangular porque intervienen tres tipos de entidades con personalidad jurídica en relación con los patrimonios carentes de personalidad que son los propios FTPYME. Estos tres tipos de entidades aparecerán vinculadas por dos tipos de convenios normalizados. En los dos convenios comparece como parte la Administración General del Estado, a través del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, representada por el Director General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, en virtud de la delegación establecida en la Disposición Adicional Única de la Orden PRE/3/2007. Esta Orden establece los dos modelos siguientes:

a) En cuanto se refiere a la constitución y funcionamiento de los FTPYME, en su Anexo I establece el “Convenio tipo de colaboración entre el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y las Sociedades Gestoras de Fon-

dos de Titulización de Activos para constituir Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial”. Las partes comparecientes asumen los siguientes compromisos: el Director General citado se compromete a elevar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la propuesta de concesión de aval por el Estado a los valores de renta fija que emita el FTPYME y a ceder el uso no exclusivo de la marca comercial FTPYME o sus siglas FTP; mientras la Sociedad Gestora se compromete a cumplir lo dispuesto en la Orden en cuanto a la naturaleza de los activos y pasivos del Fondo. Esta Sociedad Gestora deberá seguir el procedimiento establecido en el artículo 3 de la Orden para suscribir el convenio que le permitirá obtener el aval del Estado y en dicho procedimiento tiene especial protagonismo una Comisión de Evaluación establecida en el artículo 2 de la misma Orden.

b) En cuanto se refiere a la integración del activo de los FTPYME, en su Anexo II establece el “Convenio tipo de colaboración entre el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y la entidad de crédito para determinar los préstamos o créditos susceptibles de cesión al Fondo de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial”. Las partes comparecientes asumen los siguientes compromisos: la entidad de crédito cederá al FTPYME los créditos que reúnan los requisitos previstos y reinvertirá la liquidez obtenida por la cesión del modo pactado; mientras el Estado permitirá que los valores emitidos por aquel FTPYME se beneficien de su aval.

### **3. Funcionamiento de los FTPYME**

Dado el interés público que existe en favorecer la financiación de las PYMEs, el Estado recurre a un mecanismo por el que las entidades de crédito que tengan suscrito el pertinente convenio tipo de colaboración pueden ceder determinados créditos a un FTPYME, siempre que su Sociedad Gestora haya suscrito el correspondiente convenio tipo. Los valores de renta fija que emitan estos FTPYME gozarán del aval del Estado otorgado por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (artículo 1 de la Orden PRE/3/2007). Así pues, la ventaja esencial consiste en esta mejora de la calidad de los valores que emiten los FTPYME gracias a la garantía estatal, amén de la consiguiente cesión de uso por el Estado a las Sociedades Gestoras de la marca comercial “FTPYME” o sus siglas “FTP” y de sus logotipos y signos identificativos. Tales ventajas se obtienen a cambio de un compromiso de financiación de las PYMEs mediante la cesión al activo de los FTPYME de los créditos otorgados a dichas empresas. En la obtención de este efecto benéfico —que justifica el aval estatal— deben estar implicadas tanto las Entidades de crédito que otorgan los préstamos y créditos a las PYMEs y que los ceden a los FTPYME como sus Sociedades Gestoras que los administran y emiten por su cuenta los valores que gozan del aval del Estado y se obligan a cumplir, por lo tanto, los compromisos

reglamentarios concernientes a la naturaleza de los activos y pasivos de tales Fondos.

En consecuencia, el funcionamiento de los FTPYME —que deben tener carácter cerrado en el sentido del artículo 3 del RD 926/1998— se puede explicar mediante la secuencia de acontecimientos siguiente:

a) Aquellas entidades de crédito que se hayan adherido al Convenio tipo de colaboración en los términos previstos en el Anexo II de la Orden PRE/3/2007 podrán ceder los préstamos y créditos que reúnan las condiciones estipuladas a dichos Fondos [artículo 4.1.a)]. Este Convenio precisa los requisitos que deben reunir los préstamos y créditos susceptibles de cesión a los FTPYME y las exigencias de reinversión de la liquidez obtenida con dichas cesiones. Así, por un lado, deben ser préstamos y créditos, con plazo de amortización inicial no inferior a un año, concedidos a todo tipo de empresas no financieras domiciliadas en España, debiendo representar un mínimo del 80% los otorgados a PYMES, tal y como se definen en la Recomendación de la Comisión Europea de 6 de mayo de 2003. En el segundo aspecto indicado, la liquidez —esto es, el importe obtenido por la cesión de aquellos activos a los FTPYME— debe reinvertirse en nuevas operaciones bancarias activas que respeten los criterios anteriores en el plazo de 6 meses, el 50% y en el de un año, el porcentaje restante (cláusulas 2.<sup>a</sup> y 3.<sup>a</sup> del Convenio tipo).

b) Los préstamos y créditos cedidos por aquellas Entidades de crédito constituirán el activo de los FTPYME [artículo 4.1.a)].

c) Los FTPYME a los que se hayan cedido los préstamos y créditos anteriores —y cuyas Sociedades Gestoras hayan suscrito un Convenio tipo de colaboración conforme a lo previsto en el Anexo I de la Orden PRE/3/2007— podrán emitir valores de renta fija con el aval del Estado. Estos valores deberán tener una calificación crediticia —efectuada sin tomar en consideración la concesión del aval por una agencia de calificación reconocida por la CNMV— mínima de AA, Aa o asimilada y gozar de una mejora crediticia que reduzca su riesgo de tal modo que la calificación crediticia mínima anterior —que debe obtenerse antes de la concesión definitiva del aval del Estado— no esté sujeta a restricciones. Todos los valores de la serie o clase avaladas por el Estado deberán negociarse en un mercado secundario oficial español de valores [artículo 4.1.b), c) y d)].

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### **3. LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS PUBLICA SU “OBSERVATORIO DE GOBIERNO CORPORATIVO 2006”**

En los últimos años viene siendo destacada la labor que realiza la Fundación de Estudios Financieros en cuanto al análisis de la situación que en materia de gobierno corporativo reflejan las sociedades cotizadas españolas. Se ha publicado en fechas recientes el “Observatorio de gobierno corporativo y transparencia informativa de las sociedades cotizadas en el mercado continuo español 2006” (*vid. Papeles de la Fundación*, n.º 19, Madrid, 2007, 267 páginas).

El Observatorio supone un análisis de los datos que las sociedades facilitaban con relación al ejercicio 2005, con lo que como se advierte todavía no se había producido una plena incorporación del Código Unificado de Buen Gobierno. La estructura del Observatorio es sumamente clara y permite comprobar los resultados en aspectos que suelen ser de particular atención en relación con el gobierno de las sociedades cotizadas.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

### **4. RECURSO DE LA COMISIÓN EUROPEA CONTRA LA LEGISLACIÓN FRANCESA SOBRE PROHIBICIÓN DE REMUNERACIÓN DE CUENTAS CORRIENTES**

Con fecha 4 de abril de 2007, la Comisión Europea anunció que había recurrido al Tribunal de Justicia contra Francia, conforme a lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 226 del Tratado CE, por cuanto la prohibición de abonar intereses por los depósitos en cuentas corrientes bancarias, conforme a lo previsto en el *Code Monétaire* francés, constituye, a juicio de la Comisión, una violación de la libertad de establecimiento consagrada en el artículo 43 del Tratado CE, al impedir el acceso al mercado bancario francés a entidades de crédito de otros Estados miembros.

La reclamación de la Comisión se basa en la doctrina establecida por el Tribunal en la Sentencia dictada con fecha 25 de octubre de 2004 en el Asunto *Caixa* (C-02/442). La referida legislación francesa constituye un obstáculo para el acceso de entidades de otros Estados miembros al mercado francés, por cuanto se les priva de la posibilidad de aumentar su clientela con el atractivo de

la remuneración de sus cuentas corrientes como medio de contrarrestar la falta de una red comercial amplia (tal y como la que sí poseen las entidades francesas). A juicio del Tribunal, la pretendida justificación del Estado francés —según la cual la prohibición de remuneración de las cuentas se ve compensada por la emisión de cheques sin gastos (práctica que, por otra parte, ha dado lugar a una utilización profusa de aquéllos como medio de pago incluso para pequeñas cantidades)— no aporta ventajas específicas a los usuarios bancarios, los cuales se verían más favorecidos por un marco legislativo más flexible que ofreciera más libertad a las entidades de crédito para competir con una gama variada de productos, incluyendo la remuneración de cuentas y, en su caso, también la gratuidad de los cheques.

Aun cuando la Comisión considera que Francia ha realizado avances legislativos relevantes para adaptar la doctrina del Tribunal (derogando a tal efecto dos disposiciones legales), sin embargo se mantiene formalmente la prohibición de remunerar las cuentas corrientes aun cuando ésta no pueda ser aplicada sin la aprobación de normas reglamentarias.

Por ello, la Comisión entiende que el anteproyecto de normas que le ha sido entregado por Francia no es suficiente, dado que no se ha presentado aún a la Asamblea de Diputados francesa, y, en consecuencia, apela al Tribunal para resolver la cuestión.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **5. REFORMA DEL RÉGIMEN REGLAMENTARIO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE INVERSIÓN LIBRE (LOS DENOMINADOS *HEDGE FUNDS*) POR EL REAL DECRETO 362/2007**

1. El régimen de las IIC de inversión libre está contenido en las siguientes disposiciones: en primer lugar, por los artículos 43 y 44 del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las IIC (RIIC) que establecen, respectivamente, las disposiciones especiales de las IIC de inversión libre y de las IIC de IIC de inversión libre. En uso de la disposición final única del RIIC, el Ministro de Economía y Hacienda ha dictado la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, por la que se desarrollan las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las IIC, relati-

vas a las IIC de inversión libre y a las IIC de inversión libre y por la que se habilita a la CNMV para dictar diversas disposiciones (BOE n.º 99, de 26 de abril de 2006). Y en uso de estas últimas habilitaciones, la CNMV ha dictado la Circular 1/2006, de 3 de mayo, sobre IIC de inversión libre (BOE n.º 117, de 17 de mayo de 2006) (sobre este régimen puede verse nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 102, 2006, pp. 290 y ss. y nuestro estudio sobre “Las nuevas figuras de las Instituciones de Inversión Colectiva en la Ley de 2003 y el Reglamento de 2005”, en la *RdS*, n.º 26, 2006, pp. 139 y ss.).

2. Los preceptos reglamentarios citados han sido modificados por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo (BOE n.º 66, de 17 de marzo de 2007) en el que el legislador ha tenido el “detalle de buen gusto regulatorio” de ofrecer una nueva redacción completa de los artículos 43 y 44 del RIIC que evita un fraccionamiento caótico de una regulación de por sí compleja. En concreto, este Real Decreto 362/2007 tiene como objetivo fundamental flexibilizar aún más el régimen de por sí flexible de este tipo de IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos para permitir su pleno desarrollo en España. Cabe añadir también que se ha aprovechado la ocasión para introducir algunas concordancias con las normas vigentes como el Real Decreto 1310/2005.

3. Esta reforma amplía la capacidad de maniobra de estas IIC en los siguientes aspectos:

a) Permite que estas IIC no otorguen a sus accionistas o partícipes el derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo cuando así lo exijan las inversiones previstas [artículo 43.e) del RIIC].

b) Permite que estas IIC establezcan períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes [artículo 43.f) del RIIC].

c) Permite que establezcan un límite máximo al importe de los reembolsos en una determinada fecha, con la consiguiente necesidad de aplicar reglas de prorrateo cuando las peticiones de reembolso superen aquel límite máximo [artículo 43.g) del RIIC].

4. A cambio de esa mayor capacidad de maniobra se exige a estas IIC una mayor transparencia obligándoles a intensificar la información de su folleto informativo [artículo 43.o) del RIIC]. También se considera que, dado que la mayor flexibilidad inversora implica un mayor riesgo, estas IIC no deberán ser proactivas en sus actividades de comercialización ante inversores minoristas, sino que sólo podrán realizar aquellas actividades dirigidas a inversores cualificados en el sentido del artículo 49 del Real Decreto 1310/2005.

5. En cuanto se refiere a las IIC de inversión libre (los denominados fondos de *hedge funds*), se condiciona el uso de estos mecanismos adicionales de flexibilidad a que lo exijan las inversiones previstas y se tenga en cuenta su política de comercialización [artículo 44.c) del RIIC].

6. Además, el Real Decreto 362/2007:

a) Ha modificado el último párrafo del artículo 2 y el último párrafo del artículo 6.2 del RIIC, para advertir que no es posible que existan compartimentos con el carácter de IIC de inversión libre o de IIC de IIC de inversión libre en IIC que no tengan tal naturaleza.

b) Ha añadido un segundo párrafo al artículo 45 para establecer que, cuando una IIC base su política de inversión en un único fondo y éste tenga la condición de IIC de inversión libre o de IIC de IIC de inversión libre de las reguladas en los artículos 43 y 44 del RIIC o en un fondo extranjero similar; a aquella IIC se le aplicarán las disposiciones especiales de tales preceptos, junto a las disposiciones contenidas en las letras a) y b) del propio artículo 45.

7. No queremos acabar sin advertir que el elemento esencial para que los riesgos adicionales que representan estas IIC de inversión libre para el común de los inversores no se conviertan en “siniestros” reside en la adecuada supervisión de las mismas por la CNMV.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **6. EEUU: INICIATIVA LEGISLATIVA PARA UN MAYOR CONTROL POR LOS ACCIONISTAS DE LA RETRIBUCIÓN DE LOS ADMINISTRADORES**

Desde hace años, la retribución de los administradores en las sociedades cotizadas norteamericanas viene concitando especial atención en el ámbito doctrinal [*vid.*, por todos, la monografía de BEBCHUK/FRIED, *Payment without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (2004), 278 pp.] e informativo. En los últimos meses, se viene produciendo un incesante goteo informativo que relata, por un lado, las elevadas retribuciones variables que algunos ejecutivos han alcanzado como consecuencia de los magníficos resultados de sus compañías y, de otro, las no menos llamativas cantidades que se han convenido entre los ejecutivos salientes y sus empresas, cuando se aprueba el relevo de los primeros atendiendo a los malos resultados. En estas ocasiones, se ha destacado la contradicción que supone que quien aparece como responsable de una menor o nula retribución de los accionistas sea “despedido” con una indemnización que, integrada por conceptos diversos, termina suponiendo la percepción de cantidades astronómicas.

La repetición de estos supuestos es lo que impulsó al Congreso estadounidense a intervenir legislativamente en este campo, aprobando una modificación de la *Securities Exchange Act* de 1934. La iniciativa legislativa no ha estado exenta de un debate sobre la oportunidad de que el legislador irrumpa en esa materia. Se ha esgrimido que la retribución de los administradores y directivos empresariales es una cuestión en la que no debería producirse una “intrusión” del Congreso. En contra, se alega la intolerancia social ante el hecho de que crisis empresariales que conllevan demoledores efectos sobre el empleo, coincidan con exorbitantes retribuciones para los ejecutivos. También convendrá recordar que no han faltado otras irregularidades generalizadas entre las sociedades americanas (v. gr., el extendido *backdating* de opciones sobre acciones) que implicaban un creciente descrédito de las prácticas empresariales y de la transparencia informativa al respecto.

La nueva regulación (que puede consultarse en <http://thomas.loc.gov/>) ha consistido en la adición de dos nuevos apartados en el artículo 16 de esa Ley, sin perjuicio de su desarrollo por medio de las disposiciones que en el plazo de un año deberá aprobar la *Securities and Exchange Commission*. El primero de los apartados supone una medida similar a la que proponía la Recomendación europea de 1994 [vid. SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La Recomendación europea en materia de retribución de administradores. Algunas reflexiones desde el ordenamiento español”, *RDBB*, 96 (2004), pp. 163 y ss.] y que fue incorporada por el Código Unificado de Buen Gobierno. Se establece que en toda junta general que se celebre a partir del 1 de enero de 2009, deberá existir una votación separada que permita una votación separada de la retribución de los ejecutivos, si bien el acuerdo no tendrá carácter vinculante.

La segunda regla tiene un contenido más preciso y guarda relación con la hipótesis de adquisiciones, fusiones u otras operaciones corporativas en las que entre los accionistas de control o quienes aspiran a alcanzarlo y los ejecutivos pudieran existir pactos indemnizatorios (actuales o futuros) a favor de los segundos. En esos casos, lo que se ha introducido es también la obligatoriedad de un expreso pronunciamiento de los accionistas, en el seno de la junta, en relación con esos acuerdos. También en este apartado, la votación de la junta no tendrá carácter vinculante. Sin perjuicio de esa ineficacia, no es menos cierto que esa votación implicará que serán los accionistas los que tengan una posibilidad de pronunciarse sobre esos acuerdos.

*Juan Sánchez-Calero*

## 7. LA DIRECTIVA 2007/16/CE, DE LA COMISIÓN, SOBRE LAS INVERSIONES DE LOS OICVM

1. En la regulación comunitaria de los Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM), tiene una importancia esencial el régimen de sus inversiones y, en particular, la determinación de los activos financieros aptos para integrar la cartera de esos OICVM. Esta determinación de los activos susceptibles de inversión ha experimentado una evolución acorde con el proceso de maduración de los mercados de valores europeos. Y, así, el “menú” primitivo de activos establecido en la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, se vio enriquecido con las modificaciones que en la misma introdujo la Directiva 2001/108/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modificó aquella Directiva de 1985 en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 87, 2002, pp. 328 y ss.).

2. Ahora, la Comisión Europea ha considerado necesario complementar la determinación de los activos susceptibles de inversión por los OICVM realizada en las Directivas de primer nivel que hemos señalado, con el establecimiento de criterios interpretativos sobre las condiciones y requisitos que deben reunir determinados tipos de activos para que puedan integrar las carteras de dichos OICVM. Con esta finalidad, ha promulgado la Directiva 2007/16/CE, de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (DOUE de 20 de marzo de 2007, L 79/11 y ss.) que establece criterios interpretativos tanto sobre determinados activos en que pueden invertir los OICVM como sobre aspectos complementarios tales como las técnicas e instrumentos para una buena gestión de la cartera o los OICVM que reproducen índices. Por lo tanto, las referencias de esta Directiva 2007/16/CE son los artículos 1, 19, 21 y 22 bis de la Directiva 85/611/CEE en la redacción dada por la Directiva 2001/108/CE (tiene particular interés el Dictamen del Banco Central Europeo de 12 de diciembre de 2006 sobre el Proyecto de esta Directiva, publicado en el DOUE de 13 de febrero de 2007, C 31/1 y ss.).

3. En primer lugar, esta Directiva 2007/16/CE interpreta la referencia del artículo 1.8 de la Directiva 85/611/CEE a los valores mobiliarios fijando los criterios que deben cumplir los instrumentos financieros para ser considerados como tales e incluyendo expresamente determinados instrumentos como las participaciones en fondos de capital fijo (artículo 2).

4. En segundo lugar, la Directiva 2007/16/CE interpreta las referencias del artículo 1.9 de la Directiva 85/611/CEE a los “instrumentos que habitualmente se negocian en el mercado monetario” (artículo 3) y a los “instrumentos líquidos con un valor que pueda determinarse con precisión en todo momento” (artículo 4).

5. En tercer lugar, la Directiva 2007/16/CE precisa determinadas referencias que se hacen en la letra h) del artículo 19.1 de la Directiva 85/611/CEE a los instrumentos del mercado monetario distintos a los negociados en un mercado regulado. En concreto, se refiere a las nociones de “instrumentos cuya emisión o emisor estén regulados con fines de protección de los inversores y del ahorro” (artículo 5); de “entidad sujeta y que actúe con arreglo a unas normas cautelares que, a juicio de las autoridades competentes, sean, como mínimo, tan rigurosas como las establecidas en la normativa comunitaria” (artículo 6); y de “instrumentos de titulización que se benefician de una línea de liquidez bancaria” (artículo 7).

6. En cuarto lugar, la Directiva 2007/16/CE precisa tres referencias que se hacen en los artículos 1.2, 19.1.g) y 21.3 de la Directiva 85/611/CEE a los instrumentos financieros derivados. En concreto, se refiere a las nociones de “activos financieros líquidos en lo que respecta a instrumentos financieros derivados” (artículo 8); de “índices financieros” (artículo 9); y de “valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario que incluyen derivados” (artículo 10).

7. En quinto lugar, la Directiva 2007/16/CE precisa la referencia que se hace en el artículo 21.2 de la Directiva 85/611/CEE a las “técnicas e instrumentos para una buena gestión de la cartera”, señalando los criterios que deben satisfacer aquéllos (artículo 11).

8. En sexto lugar, la Directiva 2007/16/CE determina los criterios que deben satisfacer los OICVM que reproducen índices para que se cumplan los tres requisitos mencionados en los correspondientes guiones del apartado 1 del artículo 22 bis de la Directiva 85/611/CEE. En concreto, precisa los criterios interpretativos de los requisitos consistentes en que “la composición del índice esté suficientemente diversificada”, en que “su índice constituya una referencia adecuada para el mercado al que corresponde” y que dicho índice “se ha publicado de manera apropiada” (artículo 12).

9. La adaptación de esta Directiva 2007/16/CE debe realizarse no más tarde del 23 de marzo de 2008 y los Estados miembros deberán aplicar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas correspondientes a partir del 23 de julio de 2008 (artículo 13).

10. Por último, señalar que esta Directiva 2007/16/CE de la que damos noticia es muestra del proceso de maduración de los mercados de valores europeos y del consiguiente enriquecimiento de los activos en que pueden invertir los OICVM y tiene un indudable interés interpretativo de las referencias a los activos aptos para la inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero que hacen, en nuestro Ordenamiento, la Ley 35/2003 (artículo 30) y su Reglamento aprobado por Real Decreto 1309/2005 (artículo 36).

*Javier Fernández Alén*

## **8. TRANSPARENCIA DE LAS RELACIONES FINANCIERAS ENTRE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y LAS EMPRESAS PÚBLICAS**

Con fecha 4 de abril de 2007, se ha publicado en el BOE la *Ley 4/2007, de 3 de abril, de transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones públicas y las empresas públicas, y de transparencia financiera de determinadas empresas*.

Mediante esta Ley se transpone al ordenamiento español la *Directiva 2006/111/CE de la Comisión, de 16 de noviembre de 2006, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados miembros y las empresas públicas, así como a la transparencia financiera de determinadas empresas* (DOUE L 318, de 17 de noviembre de 2006), la cual, a su vez, recoge el texto refundido de la *Directiva 80/723/CEE de la Comisión, de 25 de junio de 1980*, reiteradamente modificada. Esta norma desarrolla el esencial principio de transparencia financiera de las empresas públicas, de conformidad con lo previsto en el régimen contenido en el artículo 86 del Tratado CE.

La Ley, estructurada en cuatro capítulos (“Disposiciones generales”, “Obligaciones de las empresas públicas”, “Obligaciones de las empresas que deban llevar cuentas separadas” y “Obligaciones de las empresas públicas manufactureras”), se divide en 16 artículos y se acompaña de tres disposiciones adicionales (referentes al régimen foral del País Vasco y de Navarra, al pago de deudas aplazadas de instituciones sanitarias con la Seguridad Social y a la amortización de determinados créditos concedidos a la Seguridad Social) y cuatro disposiciones finales.

El artículo 1 describe el objeto de la Ley, consistente en “garantizar la transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones públicas ya sean estatales, autonómicas o locales y las empresas públicas a través del suministro de información sobre la puesta a disposición de fondos, directa o indirectamente, por parte de las Administraciones públicas a estas empresas, así como su motivación y utilización efectiva” y “garantizar la transparencia en la gestión de un servicio de interés económico general o la realización de actividades en virtud de la concesión, por parte de las Administraciones públicas ya sean de ámbito estatal, autonómico o local, de derechos especiales o exclusivos a cualquier empresa, cuando ésta realice además otras actividades distintas de las anteriores, actúe en régimen de competencia y reciba cualquier tipo de compensación por el servicio público, así como imponer la obligación de llevar cuentas separadas y de informar sobre los ingresos y costes correspondientes a cada una de las actividades y sobre los métodos de asignación empleados”.

El artículo 2 define las empresas públicas como aquellas en las 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.

Los artículos 3 y 4 comprenden las obligaciones de remisión y conservación de la información que las empresas públicas deben entregar a la Intervención General de la Administración del Estado (con las consiguientes excepciones, previstas en el artículo 7) —siendo su órgano de administración el responsable de elaborar y remitir tal información—, y el artículo 5 enumera las finalidades que se persiguen con la puesta a disposición de las empresas públicas de los fondos públicos.

Los artículos 8 a 13, ambos inclusive, detallan tales obligaciones en el caso de las empresas que deban llevar cuentas separadas (que son aquellas a las que las Administraciones públicas de ámbito estatal, autonómico o local les hayan concedido derechos especiales o exclusivos o les hayan confiado la gestión de un servicio de interés económico general, reciban cualquier tipo de compensación por gestionar ese servicio de interés económico general o explotar esos derechos especiales o exclusivos y lleven a cabo otras actividades).

Por su parte, los artículos 14 a 16 regulan las mismas obligaciones para las empresas públicas manufactureras (es decir, aquellas cuya actividad ordinaria, entendida ésta como aquella actividad que es desarrollada por la empresa regularmente y por la que obtiene ingresos de carácter periódico que representan al menos el 50% del importe neto de su cifra de negocios, sea la transformación mecánica, física o química de materiales, sustancias o componentes en nuevos productos).

Finalmente, se incluye un anexo con la relación de catorce clases de empresas cuyas actividades corresponden a las subsecciones DA a DN, ambas inclusive, de la sección D de la nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (rev. 1).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **9. SOBRE EL EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS**

La Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo sobre el “ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su

sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado”, publicada el año pasado, recibió un informe favorable por parte del Comité Económico y Social Europeo (DOC 318, de 23 de diciembre de 2006, pp. 42 y ss.). En este Informe el CESE, tras transcribir el contenido de la propuesta, así como las distintas cuestiones que la misma plantea, elogia el contenido de la Propuesta de la Directiva y realiza ligeras observaciones a su texto e insiste en la necesidad que existe en la actualidad de superar los obstáculos con relación a la votación transfronteriza que distorsiona el mercado único. Aconseja el CESE en su Informe superar la situación existente que hace que esa votación sea excesivamente costosa para los pequeños accionistas y para los inversores institucionales.

Posteriormente el Parlamento Europeo en su sesión de 15 de febrero del presente año ha manifestado en primera lectura una opinión en general favorable hacia la Propuesta de Directiva ya que facilita el derecho de voto de los accionistas. Hizo notar el Parlamento en su informe que los accionistas no reciben las informaciones suficientes sobre los asuntos tratados en las juntas generales y al propio tiempo señala la falta de normas eficaces en materia de representación y sobre el ejercicio de voto a distancia, lo que tiene una especial importancia cuando los socios tienen su residencia en otro Estado miembro.

Sobre esta base, el Parlamento se manifiesta a favor de la Propuesta de Directiva con la finalidad de que los accionistas, cualquiera que sea el lugar de residencia dentro de la UE, dispongan con tiempo suficiente de informaciones completas sobre la junta general y de medios sencillos para ejercer sus derechos a distancia, de modo especial el derecho de voto.

*Alberto Ayala*

## **10. DOCUMENTO DEL GOBIERNO BRITÁNICO SOBRE LA APLICACIÓN DE LA DIRECTIVA DE FUSIONES TRANSFRONTERIZAS**

1. El Departamento de Comercio e Industria (*Department of Trade and Industry*) del Ministerio de Comercio, Inversión y Asuntos Extranjeros del Gobierno Británico suele publicar documentos de gran interés en los procesos de adaptación del Derecho británico a las distintas Directivas comunitarias. En particular, estos documentos propician una fase de consulta entre los sujetos interesados a los que se plantean diversas cuestiones relativas a la aplicación de cada Directiva, aplicando de esta manera un método aconsejado por los estudios de los grupos de expertos comunitarios en materias financieras en el sentido de

consultar a los sectores implicados antes de producir una norma nacional o, en este caso, de aplicar en un Estado Miembro las medidas armonizatorias derivadas de una Directiva comunitaria (véase el documento de la Dirección General del Mercado Interior de la Comisión Europea, “European Financial Integration: Progress & Prospects. Report of Four Independent Groups of Experts”, 2004).

2. En concreto, el mencionado Departamento de Comercio e Industria publicó, el pasado 5 de marzo de 2007, un documento acerca de la implementación de la Directiva 2005/56/CE sobre las fusiones transfronterizas de sociedades de capital dentro de su colección sobre Derecho Societario Europeo y Gobierno corporativo (“European Company Law and Corporate Governance. Implementation Of Directive 2005/56/CE on Cross-Border Mergers of Limited Liability Companies”, A Consultative Document, March 2007). Téngase en cuenta que, en 2004, este mismo Departamento ya había publicado un documento sobre la Propuesta de Directiva de 2003 (“European Company Law. Draft Directive on Cross-Border Mergers. A Consultative Document. June 2004”).

3. El propósito del Documento del que damos noticia se explica genéricamente en la carta que lo precede en la que el Ministro correspondiente señala que el Gobierno británico pretende que tanto los empresarios como los trabajadores de las Islas puedan hacer frente a la oportunidad de la globalización y, en ese contexto, resulta esencial que las sociedades británicas que actúan en Europa tengan a su disposición una serie de instrumentos flexibles, modernos y accesibles mediante los cuales puedan incrementar su estructura y sus operaciones superando las barreras culturales, legales o administrativas a dicha capacidad de reestructuración. En este ámbito, se deja constancia de que la Directiva de fusiones transfronterizas, nacida dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros acordado en Lisboa en el año 2000, ofrece soluciones prácticas para el problema de la reestructuración de compañías a través de Europa que evitan cargas y costes innecesarios (véase nuestra noticia sobre “La Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital”, en esta *RDBB*, n.º 101, 2006, pp. 266 a 272). Por ello, se invita a las personas interesadas a hacer las observaciones que consideren pertinentes en torno a las preguntas que le plantea el Documento para colaborar a que las compañías británicas estén bien situadas para participar en la actividad de fusiones transfronterizas intracomunitarias y reafirmar su eficiencia en una economía global.

4. Con carácter general, se afirma que, en la implementación de la Directiva de fusiones transfronterizas, el Gobierno británico pretende establecer un marco que facilite las fusiones transfronterizas que puedan realizarse entre compañías británicas y compañías ubicadas en cualquier otro Estado del Espacio Económico Europeo, remover las barreras legales y administrativas para que las sociedades de capital británicas puedan participar en una fusión transfronteriza en el ámbito de aquel Espacio y contribuir al desarrollo del mercado único.

5. Entrando ya en el contenido del Documento en sí, empieza con un apartado dedicado a la “implementación de la Directiva de fusiones transfronterizas en el Reino Unido” con una referencia inicial a la necesidad de dicha Directiva a la vista del contexto normativo europeo en la materia integrado, en particular, por la Tercera Directiva de Sociedades de 1978, el Reglamento de la Sociedad Europea de 2001, la Propuesta de Directiva de la Comisión de 2003 y la Sentencia de diciembre de 2005 del Tribunal de Justicia Comunitario en el caso SEVIC. A continuación, se hace referencia a la situación británica a la luz tanto de la Ley de Sociedades de 1985 como de la Ley de Sociedades de 2006, advirtiéndose que, como es frecuente en un gran número de Estados del Espacio Económico Europeo, el Reino Unido no tiene en la actualidad un procedimiento legislativo específico para que las compañías británicas se impliquen en fusiones transfronterizas, sin perjuicio de que se haya utilizado un amplio número de instrumentos para conseguir las reestructuraciones transfronterizas como, por ejemplo, las OPAs transfronterizas o los métodos de doble cotización en distintos mercados de valores. Por lo anterior, el Reino Unido necesita poner en práctica nuevas previsiones legales para permitir las fusiones transfronterizas implementando la Directiva 2005/56/CE. En relación con lo anterior, también se advierte que, debido a las condiciones culturales y estructurales de la economía británica, las reestructuraciones corporativas han seguido en mayor medida el camino de las OPAs que el de las fusiones.

6. Seguidamente, el Documento aborda los principios de implementación de la Directiva de fusiones transfronterizas según la aproximación gubernamental. Se trata de los siguientes: implementación legislativa en el sentido de que la Directiva debe ser adaptada mediante instrumentos legales efectivos en el Reino Unido; implementación amplia en el sentido de que las regulaciones derivadas de la incorporación de la Directiva sobre fusiones transfronterizas se apliquen en todo el Reino Unido; implementación conforme al principio del mínimo impacto en el sentido de que se intenten replicar los sistemas aplicables a las fusiones domésticas añadiendo sólo los ajustes necesarios para reflejar los requisitos adicionales o diferentes derivados de la Directiva comunitaria; implementación excluyendo las fusiones transfronterizas intracomunitarias que impliquen a compañías domiciliadas en terceros Estados ajenos al Espacio Económico Europeo, e implementación consistente con las previsiones fiscales.

7. A continuación, el Documento se refiere al procedimiento de fusión transfronteriza empezando por delimitar el ámbito potencial de la Directiva y señalando que el Gobierno pretende extender la legislación a los siguientes tipos de compañías: compañías públicas y privadas limitadas por acciones (*public and private companies limited by shares or guarantee*), compañías no registradas (*unregistered companies*) y compañías no limitadas (*unlimited companies*). Además, se pretende consultar sobre la adecuación de facilitar la nueva legislación sobre fusiones transfronterizas a determinadas sociedades de índole

social o benéfica con una regulación especial (*industrial and provident societies, friendly societies, building societies, limited liability partnerships*). Por otro lado, se explica que el Gobierno británico no tiene el propósito de extender la nueva normativa a las sociedades de inversión colectiva (*Open Endes Investment Companies*) y a las *partnerships limited partnerships* y a otras asociaciones.

8. Más adelante, el Documento expone las principales características del proceso de fusión transfronteriza destacando, en particular, que la Directiva comunitaria no aborda aspectos típicos del proceso de las fusiones domésticas en el Reino Unido como son las Juntas de accionistas y las Juntas de acreedores.

9. A continuación, el Documento aborda los aspectos relativos a la participación de los empleados, en concreto, con referencia a la implementación del artículo 16 de la Directiva de fusiones transfronterizas, con un estudio especialmente detallado de las regulaciones necesarias para implementar esos preceptos (“Overview of the draft UK Regulations relating to employee participation”).

10. En conclusión, el Documento del que damos noticia tiene un indudable interés tanto por su aspectos metodológicos como sustanciales. En el primer sentido, el sistema de consulta —con una serie de preguntas precisas en cada apartado— seguido en los procesos de adaptación del Derecho británico a las exigencias armonizadoras de las Directivas comunitarias supone un paso adelante que debería ser contemplado por nuestro legislador en el sentido de que se adapta a los nuevos principios de adaptación del Derecho comunitario que remarcan la importancia de la consulta con los sectores interesados. En el aspecto sustancial, este Documento tiene especial interés por cuanto también en nuestro caso nos encontramos en el proceso de adaptación del Derecho español a la Directiva de fusiones transfronterizas. Por último, no podemos dejar de señalar que las observaciones del Gobierno británico deben ser tenidas especialmente en cuenta desde el momento en que dicho Gobierno ha tenido una actitud positiva para las reestructuraciones transfronterizas intracomunitarias que han implicado a sociedades británicas y así, tenemos buena muestra de la posibilidad de realizar operaciones de absorción sustancial en el caso del BSCH que absorbió al Abbey National Bank y en el caso de Iberdrola que absorbió sustancialmente a Scottish Power. En ambos casos, si bien no se ha seguido un método de fusión en sentido propio, se ha utilizado un procedimiento análogo (el *scheme of arrangement*) sin que el Gobierno británico interfiriera para obstaculizar tales operaciones de absorción sustancial, a diferencia de otros Estados comunitarios —como el español o el italiano— que han puesto innumerables obstáculos a la realización de fusiones o adquisiciones transfronterizas que han implicado a sociedades españolas.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## **11. ESTUDIO DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE LA PROPORCIONALIDAD ENTRE EL CAPITAL Y EL CONTROL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

La Comisión Europea ha dado a conocer, con fecha 4 de junio de 2007, el informe titulado *Report on the Proportionality Principle in the European Union* realizado por la consultora *Institutional Shareholder Services (ISS)*, el despacho de abogados *Shearman & Sterling LLP* y el *European Corporate Governance Institute (ECGI)*.

Este importante trabajo tiene su origen en la consulta pública realizada por la Comisión Europea, que tuvo lugar en los meses de diciembre de 2005 a marzo de 2006, y que afectaba a las prioridades en materia del gobierno corporativo, en el campo de las sociedades cotizadas y con la finalidad de recoger la mayor información posible sobre la situación en esta materia en los distintos Estados de la UE, de modo particular respecto al problema de la proporcionalidad entre el capital social y el control de las sociedades. La finalidad del estudio publicado, era en este punto, señalar las diferencias existentes con relación al principio indicado de proporcionalidad entre el capital y el control de las sociedades cotizadas en las bolsas europeas y valorar la importancia económica de estas diferencias y su incidencia en los mercados financieros de la UE.

A tal efecto, dedica particular atención a los que denomina “mecanismos de incremento del control” (CEM, según sus siglas en inglés), que no respetan el principio de proporcionalidad (sintetizado en el lema “una acción, un voto”), pero que son defendidos en el ámbito de la libertad de contratación. Interesa subrayar que, conforme a los resultados del estudio, en el 40% de los ordenamientos examinados pueden encontrarse todos menos uno de tales mecanismos, y en el 80% de esos ordenamientos son válidos al menos seis de ellos.

El extenso estudio (consta de 216 páginas), tras señalar las finalidades del mismo así como su fundamento teórico y la descripción de la realidad empírica existente, entra en una serie de cuestiones específicas, analizando los ejemplos de mecanismos como las acciones con voto plural, las acciones sin voto sean ordinarias o privilegiadas, los grupos piramidales, las acciones preferentes, los certificados de depósito, los límites al derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de las acciones, las mayorías reforzadas, las sociedades con diversas clases de socios (del tipo comanditarias por acciones), las “acciones de oro”, las participaciones cruzadas y los acuerdos de accionistas, para proyectar sus consideraciones sobre la incidencia que cada una de esas situaciones tiene en el funcionamiento de esas sociedades. A tal efecto, proyecta sus observaciones acerca de casi 500 sociedades cotizadas en los distintos Estados miembros, sin entrar en todos los que forman en la actualidad la UE, sino en los 15 Estados antes de la ampliación más la situación en Polonia. Con relación a España hace

una síntesis, que ofrece algunas carencias (véanse pp. 115 a 118), ocupándose de la situación en algunos Estados fuera de la UE. Interesa destacar que el estudio concluye que, en orden decreciente, los Estados en los que se encuentra una mayor proporción de sociedades que presentan al menos uno de tales mecanismos son Francia, Suecia, España, Hungría y Bélgica, todos los cuales cuentan con una mayoría de sociedades en las que aparecen formas de mecanismos de incremento del control.

El estudio consta de seis capítulos. El primero se dedica a los objetivos perseguidos con el estudio. El capítulo segundo, a la teoría y evidencia empírica en cuanto a la posesión y transferencia del control. Por su parte, el capítulo tercero examina el marco regulatorio, con el análisis de los ejemplos específicos a los que antes se ha hecho alusión. El cuarto capítulo se consagra a la exposición de las prácticas corporativas para reforzar el control, examinando tanto los citados ámbitos específicos como el caso de cada uno de los Estados miembros objeto del estudio. Por último, dentro del quinto capítulo se analiza el impacto de las referidas prácticas sobre los inversores. Finalmente, el capítulo sexto (el más largo) comprende toda una serie de anexos.

En definitiva, el estudio ofrece un acusado interés tanto por las conclusiones que expone en su capítulo final, como en los anexos que acompañan al trabajo.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **12. INTERPRETACIÓN RESTRICTIVA DE LA “ACTUACIÓN EN CONCIERTO” EN LA JURISPRUDENCIA ALEMANA**

Una de las cuestiones que mayor interés ha recabado en el debate de las OPAs de los últimos tiempos se ha centrado, como en tantas otras ocasiones en el pasado, en la posibilidad de computar conjuntamente las participaciones pertenecientes a varios accionistas cuando éstos llegaban a un acuerdo sobre la sociedad afectada. A pesar de lo discutible de sus argumentos, venía prevaleciendo la tesis que obligaba a los participantes en el concierto o pacto para social a formular una OPA cuando la suma de sus participaciones superaba el umbral de una “participación significativa”, tal como ésta viene definida en la Ley. La idea se sustenta en que el control de la sociedad no sólo se obtiene mediante la adquisición de acciones, sino también a través de la conclusión por

los accionistas de “pactos parasociales” relativos al control que se ejerce mediante el derecho de voto<sup>(1)</sup>.

Como es sabido en España no existía una expresa previsión normativa que sustentara esta tesis. El régimen de las OPAs sólo consideraba relevante la concertación de varias personas para adquirir conjuntamente las acciones de una sociedad cotizada (supuesto al que se refiere el aún vigente artículo 2.1 del RD 1197/1991)<sup>(2)</sup>. La aprobación con ocasión de la Ley de Transparencia de un régimen sobre pactos parasociales entre accionistas de las sociedades cotizadas [artículo 112 de la LMV y, sobre todo la discutida disposición transitoria 3.ª 2.c) de la Ley 26/2003, de Transparencia] no resolvió la cuestión, ya que, aunque allí se preveía que los pactos previos a la Ley serían nulos cuando en el momento de su conclusión no se había formulado una OPA, respecto de los que se concluyeron con posterioridad a la entrada en vigor de la Ley sólo se establecían expresamente obligaciones de transparencia: comunicación a la CNMV y depósito en el Registro Mercantil<sup>(3)</sup>.

---

(1) La tesis favorable a la obligación de presentar una OPA en caso de acuerdos entre varios accionistas la sostuvieron SÁNCHEZ ANDRÉS, voz “OPA”, *EJB*, Madrid, 1995, 4585; y ZURITA, “Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje Profesor Fernando Sánchez Calero*, Madrid, 2002, pp. 3043 y ss. Esta tesis fue apoyada extraoficialmente por la CNMV y en parte se sostenía en las referencias de una normativa distinta al régimen de OPAs, en concreto la que regula la comunicación de participaciones significativas en las sociedades cotizadas. La postura contraria a la existencia de un deber de formular una OPA con ocasión de un pacto parasocial la sostenían GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAS (II)*, Madrid, 2002, pp. 78 y ss.; y SALA I ANDRÉS, *Las OPAS obligatorias ordinarias*, Zaragoza, 2000, pp. 308 y ss.

(2) El supuesto de la actuación paralela y concertada en la adquisición de una participación significativa constituye la única referencia a la actuación en concierto que se contiene en la Directiva 2004/25/CE sobre OPAs [artículo 2.1.d)]; el supuesto de una actuación concertada en la adquisición de acciones es, también, el único que comprende la definición de *acting in concert* del *City Code on Takeovers and Mergers*. Cuando la Directiva delimita los supuestos de OPA obligatoria (artículo 5.1) no incluye ninguna mención a la obtención del control mediante un comportamiento coordinado, al fijarse aquel únicamente en la adquisición de un número de acciones que superan el umbral del control (ROBLES MARTÍN-LABORDA, *Sindicación de acciones y mercado de control societario*, Cizur Menor, 2006, p. 116).

(3) Después de la Ley de Transparencia, en contra de que exista un deber legal de formular una OPA como consecuencia de la conclusión de un pacto parasocial *vid.* RECALDE/DE DIOS, “Los pactos parasociales en la Ley de transparencia: una cuestión polémica”, *La Ley*, 9.1.2004, pp. 1 y ss.; ROBLES MARTÍN-LABORDA, *Sindicación de acciones y mercado de control societario*, pp. 108 y ss. No obstante, LEÓN SANZ, “La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas”, en Rodríguez Artigas *et al.*, *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, II, Madrid, 2005, pp. 1167 y ss., ofrece sólidos argumentos de

Podría pensarse que el nuevo artículo 60 de la LMV (aprobado con ocasión de la reforma introducida por la Ley 6/2007) acabará resolviendo definitivamente la cuestión, al establecerse en él que la toma del control de una sociedad cotizada que obliga a presentar una OPA puede producirse no sólo mediante la adquisición de acciones sino también “*mediante pactos parasociales con otros titulares de valores*”. Sin embargo, no es previsible que esta reforma vaya a conducir a la desaparición definitiva de las dudas e incertidumbres actuales, a la luz de las que se aprecian en otros países con ocasión de la interpretación de las normas paralelas de sus ordenamientos en las que expresamente se obliga a presentar una OPA en caso de actuación en concierto (*acting in concert*) entre varios accionistas.

Especial interés presenta en este ámbito el Derecho alemán, donde el § 30.2 de la *Wertpapierswerb- und Übernahmegesetz (WpÜG)* es objeto de una discusión intensa en la doctrina y en la jurisprudencia. Este precepto imputa a un accionista los derechos de voto de otros accionistas con los que hubiera actuado concertadamente en virtud de un acuerdo o por otros procedimientos. En la vida de una sociedad anónima es habitual, e incluso muy conveniente, que los accionistas se relacionen entre sí, lo que puede conducir a una uniformización de sus decisiones en la vida societaria.

El riesgo de que en estos casos los accionistas pudieran verse sorprendidos al incurrir en la obligación de presentar una OPA explica la tendencia a interpretar aquel precepto de forma restrictiva. En esta línea se sitúa la sentencia del Tribunal Supremo Federal (BGH) de 18 de septiembre de 2006<sup>(4)</sup>: la demandante (titular del 33% del capital social de la sociedad cotizada WTF) se había puesto de acuerdo con otros tres accionistas (titulares, de su parte, del 17% del capital) para el nombramiento del presidente del Consejo de vigilancia (*Aufsichtsrat*). Inmediatamente antes de la celebración de la Junta, estos accionistas exigieron que la demandante votara a favor de sus candidatos en la elección de miembros del Consejo de vigilancia, pues, en otro caso, la persona promovida por la demandante no sería elegido Presidente con sus votos, situación a la que, de mala gana, se doblegó la demandante. En la siguiente sesión del Consejo de

---

fondo y entiende que la Disposición Transitoria 3.ª 2.c) de la Ley de Transparencia se corresponde mejor con la tesis de la obligatoriedad de una OPA en caso de pacto parasocial; también ILLESCAS, “La transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y los pactos parasociales”, *Derecho de los negocios*, n.º 165, 2004, pp. 5, 11; con expresiones más estridentes, pero menos razonadas, GARCIMARTÍN, “La europeización del Derecho Privado y el Derecho de OPAs español”, *Rev. Española de Derecho Europeo*, n.º 11, 2004, p. 383.

(4) En ZIP 2006, p. 2077, con un comentario, que en buena medida se reproducirá aquí, en BORGES, “Acting in Concert: Vom Schreckgespenst zur praxistauglichen Zurechnungsnorm”, 2007, pp. 357 y ss.

vigilancia fueron elegidos por unanimidad el Presidente y otros miembros del órgano con arreglo a los términos del acuerdo originario.

Con posterioridad, la demandante reclamó una cantidad a los demás accionistas participantes en el “acuerdo”<sup>(5)</sup>, entendiéndose que éstos habían infringido la obligación de presentar una OPA, ya que su comportamiento uniforme en relación con la elección de los miembros del Consejo de Vigilancia constituía un supuesto típico de actuación concertada. En primera instancia el LG München rechazó la demanda, que, en cambio, admitió en apelación el OLG München, al considerar que el § 30 WpÜG comprende todo comportamiento uniforme, incluso el que individualmente se produce en un caso concreto, con efectos sobre las relaciones de dominio en la sociedad.

Finalmente el Tribunal Supremo (BGH) desestimó la demanda. Por un lado, entendió que la pretensión indemnizatoria no procedía porque, en su caso, la misma demandante debería haberse visto obligada a presentar la OPA. Por otra parte, utilizó otros argumentos que se referían a algunos aspectos centrales de la actuación en concierto: en primer lugar, se indicó que la actuación concertada sólo afecta al voto de los accionistas en la junta general pero no al que se produce en otros órganos sociales como el Consejo de vigilancia; en segundo lugar, se rechazó la calificación como *acting in concert* en los supuestos de un comportamiento paralelo en un caso individual y concreto; en fin, el BGH negó que constituya un supuesto de concertación el acuerdo de *stand-still*, o sea de mero mantenimiento del *statu quo* en las relaciones de poder societario preexistentes.

La primera de las cuestiones a considerar se ocupa del sujeto que resulta obligado a presentar una OPA. Cuando varias personas conciertan sus intereses se produce una recíproca imputación de sus derechos de voto, por lo que todas ellas deberán formular la OPA. Sin embargo, se discute si deben incluirse en el círculo de los oferentes las personas que se vieron forzadas a colaborar con otras personas en contra de sus intereses. El BGH entiende que la condición de oferente resulta de la participación en la coordinación, aunque sea involuntaria. El límite está en los casos en que la presión de los demás miembros de la concertación supera el umbral de la amenaza o del engaño que vicia la declaración de voluntad, un supuesto que, como es obvio, raramente se producirá. No obstante, en la doctrina alemana predomina una interpretación más restrictiva

---

(5) El § 38 WpÜG prevé que quien incumpla las obligaciones (§ 35 WpÜG) de publicidad de la adquisición del control y de formulación de una OPA está obligado a pagar a los accionistas de la sociedad una cantidad equivalente al 5% de intereses sobre la cantidad que debería ofrecer en concepto de OPA durante el tiempo en el que omite el deber de formular la OPA. Dada la particularidad de los sistemas de sanciones en cada ordenamiento (artículo 17 Directiva OPAs), el régimen de esta peculiar sanción civil coercitiva, que era también un tema central de la sentencia comentada, no será objeto aquí de un análisis especialmente detenido.

que sólo imputa la obligación de presentar la OPA a quien domina o controla el sindicato de accionistas<sup>(6)</sup>; de ahí que, en caso de actitud amenazante, se afirme que la obligación de presentar la OPA sólo debe recaer sobre el autor de la coerción y en el amenazado<sup>(7)</sup>. Tal conclusión se explica a la luz de la función de la norma, que únicamente pretende abarcar los casos en que una persona puede ejercer el control sobre una sociedad cotizada a través del derecho de voto de otras personas. Esto es aplicable respecto de quien puede impartir instrucciones a otro; no, en cambio, respecto de quien involuntariamente coordina su actividad a consecuencia de las instrucciones que se le imparten.

El núcleo central del *acting in concert* se sitúa a en la delimitación del concepto del “comportamiento” objeto de concertación. Existe el riesgo de que una interpretación excesivamente laxa pudiera conducir a “sorpresas” indeseadas para los accionistas que intervinieran en cualquier tipo de acuerdo. En este caso, el BGH optó por interpretar la norma de forma restrictiva, exigiendo como requisitos mínimos para que la conducta coordinada resultase relevante que se hubieran producido unos contactos conscientes entre los accionistas cuyo objeto fuera coordinar la actuación de estos accionistas en relación con objetivos de cierto alcance. En este sentido, las meras conductas paralelas no resultarían suficientes; ni tan siquiera servirían en el ámbito probatorio —salvo en caso de adquisiciones paralelas— como una apariencia presunta de actuación concertada.

Sin embargo, lo fundamental es determinar la intensidad que debe revestir la coordinación de la conducta de los accionistas y si esa coordinación puede reflejarse en el ejercicio del derecho de voto en un caso concreto o individualizado. La respuesta depende de la función de la norma. Con carácter general la obligación de formular una OPA se impone cuando se adquiere una participación accionarial de aquella dimensión que la Ley fijó al considerar que concede a su titular el control de la sociedad. El mismo criterio debería operar respecto de la obligación de formular una OPA en caso de conclusión de un pacto entre accionistas. Es decir, el pacto debería ser el indicio de una participación que atribuye el control que crea el poder para influir de forma decisiva, aunque debería admitirse la prueba en contra. Este carácter de presunción susceptible de prueba contraria es claro en el *Takeover Code*.

Por lo demás, la actuación concertada se limita a aquellos comportamientos que reflejan una concertación entre varios accionistas respecto del ejercicio del derecho de voto. Se da una influencia dominante sobre una sociedad cotizada que se hace valer de forma coordinada a través del derecho de voto cuando el

---

(6) NOACK, en Schwark, *Kapitalmarkrechtskommentar*, 3. Aufl. 2004, § 30 Rnz. 15.

(7) BORGES, *ZIP*, 2007, p. 359.

supuesto es comparable al poder de voto que corresponde a una única persona que por sí sola supera el umbral de la participación de control. El ejemplo paradigmático es el del “sindicato de accionistas”. La intensidad de la vinculación que se considera necesaria dependerá de la capacidad subjetiva para coordinar y determinar la actuación de otros accionistas. Al menos un accionista debe seguir las propuestas de otros accionistas; en cambio, no es necesaria una vinculación recíproca. Por otro lado, tampoco basta la mera comunicación de informaciones y opiniones, incluso aunque fuera seguida de un comportamiento idéntico de dos o más accionistas. Es imprescindible el vínculo de al menos un accionista respecto de las indicaciones de otro accionista. De ahí que no pueda calificarse como *acting in concert* el caso en que antes de una Junta general varios accionistas mantengan conversaciones sobre los nombramientos de un órgano societario (en el caso, el Consejo de vigilancia), incluso aunque aquellas conversaciones hubieran conducido a un entendimiento uniforme sobre la decisión que deben seguir dando lugar a un voto en el mismo sentido. La frontera de la actuación concertada sólo se traspasa cuando un accionista actúa en un determinado sentido porque otro accionista así lo desea y se lo indica al primer accionista.

La otra cuestión debatida se refiere a si es suficiente para que exista una actuación concertada el comportamiento coordinado de varios accionistas en un supuesto concreto e individualizado. En la doctrina alemana se aprecian dos tesis: una concepción formal, que con carácter general excluye que exista actuación en concierto en la coordinación particular para casos individuales, y una visión sustantiva o material que atiende a la importancia del asunto en relación con el cual se ha producido la coordinación. Como regla general, debe concederse que una actuación concertada para un supuesto particular no es más que la manifestación del libre ejercicio de sus derechos corporativos por parte de un accionista. Éste, precisamente, era el caso considerado por el BGH, lo que justificó el rechazo a su calificación como un supuesto de actuación en concierto. No obstante, probablemente deba admitirse la excepción al requisito de la repetición (o la actuación “sistemáticamente en concierto” como dice el artículo 4.1 *in fine* de nuestra LMV), en atención a la importancia de las materias tratadas<sup>(8)</sup>.

*Andrés Recalde Castells*

---

<sup>(8)</sup> BORGES, *ZIP*, 2007, pp. 363 y s. (y allí más referencias).

**13. LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA 2004/25/CE  
DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO,  
DE 21 DE ABRIL DE 2004, RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS  
DE ADQUISICIÓN A LA LEGISLACIÓN BRITÁNICA**

**1. Introducción**

El presente artículo tiene por objeto analizar la legislación británica reguladora de las ofertas públicas de adquisición de valores que ha entrado en vigor el pasado 6 de abril de 2007, a raíz de la transposición de dos Directivas comunitarias. Se trata de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de Ofertas públicas de acciones) y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Transparencia).

Ambas Directivas forman parte del Plan de Acción de los Servicios Financieros aprobado por la Comisión Europea en 1999, con la finalidad de impulsar la construcción de un mercado único financiero para la Unión Europea. La primera persigue fomentar un mercado de control empresarial eficiente a la par que protege los derechos de los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas. La segunda trata de dotar de mayor transparencia a los mercados financieros a través del establecimiento de normas que mejoren la información que han de dar al mercado los emisores cuyos valores se negocian en mercados regulados.

La Directiva 2004/25, principal objeto de nuestro análisis, establece un marco mínimo común para la regulación de las ofertas públicas de adquisición de las sociedades cuyas acciones estén, al menos parcialmente, admitidas a negociación en un mercado regulado. Así, se parte de la necesidad de “proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control”. Para ello incluye una serie de principios que habrán de respetarse en su transposición por las legislaciones de todos los Estados miembros: (i) todos los accionistas deberán recibir un trato equivalente y deberán contar con tiempo e información suficientes para adoptar una decisión sobre la oferta; (ii) el órgano de administración de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto; (iii) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta; (iv) un oferente deberá anunciar una oferta una vez que se asegure de que puede hacer frente íntegramente a la contraprestación a la que se haya

comprometidos, y (v) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable.

En el presente artículo analizaremos la forma en que las autoridades británicas han transpuesto las Directivas antes mencionadas. Hemos partido del estudio de un documento elaborado por el Departamento de Industria y Comercio llamado “*Implementation of the EU Directive on Takeover Bids: Guidance on changes to the rules on company takeovers*”<sup>(9)</sup>, donde se explican con carácter general y a grandes rasgos las modificaciones que se han producido en Gran Bretaña como consecuencia de la transposición de la Directiva 2004/25. En particular, estudiaremos las modificaciones que se han introducido en el *City Takeover Code*, principal texto regulador de las ofertas públicas de adquisición de acciones en el Reino Unido, y en el *Companies Act* de 2006 haciendo referencia en especial a aquellos aspectos en los que la Directiva 2004/25 ha dejado un amplio margen a los Estados miembros con el objetivo de analizar las soluciones a las que ha llegado el legislador británico. En cualquier caso, no se pretende dar una visión completa del régimen británico de las ofertas públicas, sino resumir brevemente las cuestiones que nos han parecido de mayor relevancia.

## 2. Análisis del régimen introducido por la Directiva 2004/25

La Directiva establece un marco mínimo común para la regulación de las ofertas públicas de acciones, partiendo de una definición de oferta pública como “toda oferta dirigida a los titulares de valores de una sociedad con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objeto o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada” (artículo 2). El porcentaje de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de determinar cuándo estamos ante un supuesto de oferta pública obligatoria, así como su cálculo, será determinado por los Estados miembros (artículo 5). Partiendo de esta definición de oferta pública y de oferta pública obligatoria, la Directiva 2004/25 ha introducido un conjunto de medidas tendentes, fundamentalmente, a garantizar que todo oferente tenga la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas. Ahora bien, debe garantizarse, asimismo, que todos los accionistas reciban un trato equivalente y cuenten con la suficiente información para adoptar una decisión sobre la oferta.

Con carácter general, dos son los tipos de medidas que ha introducido la Directiva 2004/25. Tales medidas podemos clasificarlas de la siguiente manera:

(i) Defensas adoptadas *a priori* o con anterioridad a una oferta pública de adquisición (artículo 11 de la Directiva 2004/25). Se considera que todo oferente

---

<sup>(9)</sup> Este documento puede consultarse en [www.dti.gov.uk/bbf/co-act-2006/index.html](http://www.dti.gov.uk/bbf/co-act-2006/index.html).

te debe tener la posibilidad de adquirir el control de una sociedad cotizada. A tal efecto, la Directiva 2004/25 entiende que 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.

(ii) Medidas adoptadas *a posteriori* (artículo 9 de la Directiva 2004/25). El órgano de administración estará obligado a obtener la aprobación de la Junta general antes de llevar a cabo cualquier acción que pueda suponer frustrar una oferta pública. Además, los Estados miembros deben adoptar las medidas necesarias para permitir que todo oferente que haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, pueda exigir a los titulares de los valores restantes que le vendan dichos valores. Del mismo modo, cuando un oferente haya adquirido, como resultado de una oferta pública de adquisición, un determinado porcentaje del capital de una sociedad dotado de derechos de voto, los titulares de los valores restantes deben tener la posibilidad de obligarle a comprar dichos valores. Estos procedimientos de venta y compra forzosa deben aplicarse únicamente en condiciones específicas vinculadas a las ofertas públicas de adquisición.

### 3. Régimen británico

Como hemos adelantado, la Directiva 2004/25 se aprobó el 21 de abril de 2004 y estableció un plazo hasta el 20 de mayo de 2006 para su transposición a las legislaciones de los distintos Estados miembros. En Gran Bretaña, en enero de 2005 el Departamento de Comercio e Industria (DTI) preparó un documento de consulta donde se recogían una serie de propuestas para la implementación de la Directiva 2004/25. Paralelamente, el panel británico publicó un documento explicativo donde se recogían en líneas generales los cambios fundamentales y necesarios que debían realizarse de acuerdo con la Directiva 2004/25 y con las propuestas del Gobierno<sup>(10)</sup>. Estas primeras aproximaciones se plasmaron en una serie de normas de carácter transitorio [*The Takeovers Directive (Interim*

---

<sup>(10)</sup> El panel es un organismo que dicta y hace cumplir las normas del *City Code on Takeovers and Mergers* y vigila su aplicación. Es un organismo compuesto de representantes de instituciones financieras y asociaciones profesionales, que ha sido designado como la autoridad supervisora con capacidad para dictar normas por la Directiva (*vid.* <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.)

*Implementation) Regulations 2006*] <sup>(11)</sup> que han estado vigentes hasta el pasado 6 de abril de 2007, fecha en que ha entrado en vigor la parte 28 del *Companies Act* de 2006, reguladora de las ofertas públicas de adquisición <sup>(12)</sup>. Una de las particularidades de las modificaciones que se han producido en el *Companies Act* de 2006 y en el *Takeover Code* es que se regulan ofertas públicas y adquisiciones de sociedades no cotizadas. Esto es, el legislador británico ha extendido muchas de las normas que contiene la Directiva 2004/25 a sociedades que, en principio, quedarían fuera de su ámbito de aplicación por no estar cotizadas.

A continuación resumimos con carácter general las principales modificaciones que se han producido en el régimen británico regulador de las ofertas públicas de adquisición como consecuencia de la transposición de la Directiva 2004/25. En concreto, haremos referencia a las llamadas medidas de neutralización o *break through* y a las compraventas forzosas, en sus dos vertientes, el *squeeze-out* y el *sell-out*.

#### 1. Supuestos de oferta pública obligatoria

La Directiva 2004/25 establece la obligatoriedad de lanzar una oferta pública sobre las acciones de una sociedad cuando, según su artículo 5, se adquiera un porcentaje de voto que permita obtener el control de la sociedad. La determinación de qué porcentaje es relevante a tales efectos se ha dejado a la determinación de los Estados miembros. En concreto, el *Takeover Code* británico en su sección novena ha establecido el umbral en la adquisición de acciones que representen el 30% de los derechos de voto de una sociedad. Ésta es, también, la solución a la que ha llegado el legislador español. Lo que no ha establecido el legislador británico es la posibilidad de que ese porcentaje se alcance, no a través de la adquisición de acciones, sino a través de supuestos de concierto entre accionistas.

#### 2. Medidas de neutralización

El artículo 11 de la Directiva 2004/25 regula la adopción por las sociedades de una serie de medidas de defensa que pueden ser adoptadas por las sociedades antes de que se produzca la oferta pública. En concreto, este artículo establece que durante el plazo de aceptación de la oferta no podrá aplicarse al

---

<sup>(11)</sup> La regulación transitoria puede encontrarse en <http://www.opsi.gov.uk/stat.htm>.

<sup>(12)</sup> El *Companies Act* de 2006 ha sido aprobado el 8 de noviembre de 2006 y entrará en vigor en octubre de 2008. No obstante, ante la necesidad de que determinadas normas entraran en vigor con anterioridad, tal es el caso de la normativa reguladora de las ofertas públicas de adquisición, en febrero de 2007 se promulgó la *Commencement Order* 2007, que aprobó la entrada en vigor de las disposiciones de la sección 28 de la *Companies Act*.

oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los estatutos de la sociedad afectada o en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad. Tampoco surtirán efecto las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad o en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad. Cuando, tras una oferta, el oferente posea un 75% o más del capital que confiera derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto, así como los derechos extraordinarios de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección contemplados en los estatutos de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto.

Los Estados miembros pueden reservarse el derecho de no requerir a las sociedades la aplicación del citado artículo ahora bien, se debe permitir a las sociedades la opción reversible de aplicarlo. Ésta es la vía que ha seguido el legislador británico, que tal y como permite el artículo 12 de la Directiva 2004/25, ha decidido no aplicar tal artículo en todos los casos sino incluir determinadas previsiones en el *Companies Act* (secciones 966 a 972) que permitan a las sociedades cotizadas optar por el establecimiento de las medidas de neutralización a las que hace referencia el artículo 11. Así, en concreto una sociedad puede aprobar un acuerdo optando por el establecimiento de las medidas del artículo 11 si se dan los siguientes supuestos:

- (i) que sea una sociedad cuyos valores cotizan en un mercado de capitales. El legislador británico no ha considerado necesario extender esta provisión a otras sociedades no contempladas por la Directiva 2004/25;
- (ii) los estatutos de las sociedades no pueden contener disposiciones similares a las contenidas en el artículo 11 de la Directiva 2004/25 o, en el caso en que las tengan, estas disposiciones no resultarán de aplicación;
- (iii) las medidas contempladas en el artículo 11 no resultarán de aplicación a las acciones que sean titularidad del Estado y que confieran derechos especiales al Estado miembro, tal es el supuesto de las llamadas *golden-shares*. El legislador británico ha extendido esta excepción a las acciones que sean de titularidad de los ministros o incluso a personas que ejerzan funciones de carácter público.

En definitiva, las restricciones se refieren no sólo al período de la oferta sino también al período posterior a la oferta cuando el oferente ha alcanzado el 75% del capital social con derecho de voto. Asimismo, se confiere al oferente que haya alcanzado el 75% del capital un derecho especial a solicitar al órgano de administración la convocatoria de la Junta general. Por otro lado, se determina la invalidez de los acuerdos adoptados entre los accionistas de las sociedades o entre la sociedad y sus accionistas o antes del 21 de abril de 2004 (fecha de

adopción de la Directiva 2004/25) que impongan las restricciones a las que hace referencia el artículo 11 de la Directiva 2004/25.

Por último, cabe mencionar que el legislador británico no ha contemplado la posibilidad que recoge la Directiva 2004/25 de eximir a las sociedades de aplicar las medidas restrictivas del artículo 11 cuando la sociedad sea objeto de una oferta pública de adquisición por parte de una sociedad que no contempla tales disposiciones.

### 3. Las llamadas compraventas forzosas

Los conceptos de *squeeze-out* y de *sell-out* se han definido para referirse a la situación de los accionistas minoritarios tras una oferta pública que ha tenido éxito. Se trata de una serie de mecanismos que permiten al oferente exigir a los accionistas minoritarios que le vendan dichos valores o a los titulares de los valores de la sociedad afectada exigir del oferente la compra de sus valores. Esta posibilidad ya existía en Derecho inglés, de hecho la sección 13A del *Companies Act* de 1985 ya lo regulaba, no obstante esta regulación requería de una serie de adaptaciones para hacerlas totalmente coherentes con el nuevo régimen establecido en la Directiva 2004/25 y con las recomendaciones del *Company Law Review*. Asimismo, se ha decidido que las modificaciones realizadas en estas normas se apliquen a todas las sociedades y a todas las ofertas públicas de acciones con independencia de que la Directiva 2004/25 lo exija o no.

Los artículos 15 y 16 de la Directiva 2004/25 introducen una serie de normas que obligan a los Estados miembros a incluir estos derechos. En concreto, el artículo 15 de la Directiva 2004/25 establece lo siguiente: “Los Estados miembros velarán por que un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo. Los Estados miembros establecerán este derecho en una de las situaciones siguientes: a) cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90% del capital que confiere derechos de voto y el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada, o b) cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta”. En el caso contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado que, no obstante, no podrá ser superior al 95% del capital que confiera derechos de voto y al 95% de los derechos de voto

#### (i) *Squeeze-out*

Este derecho, ya contemplado en la sección 13A del *Companies Act* de 1985, se encuentra ahora regulado en las secciones 979 a 982 del *Companies Act* 2006. En concreto, la transposición de la Directiva 2004/25 al ordenamien-

to británico ha supuesto un cambio fundamental en el cálculo del umbral para que se pueda obligar a los accionistas minoritarios a vender sus participaciones tras el éxito de una oferta pública. Así, se impone un test dual: para que el oferente pueda comprar las acciones de los accionistas minoritarios el oferente debe haber obtenido el 90% de las acciones a las que se refiere la oferta y el 90% de los derechos de voto de tales acciones (si la oferta se dirigía sólo a una clase de acciones, los mismos porcentajes se aplicarán con respecto a esa clase de acciones). Bajo la normativa de 1985, sólo el primero de los supuestos se requería para que pudiera producirse la compra obligatoria de las acciones de los minoritarios.

El panel británico ha optado por establecer el 90%, sin haber hecho uso de la posibilidad de aumentar el porcentaje, tal y como permite la Directiva 2004/25.

(ii) *Sell-out*

En la regulación del *sell-out* (sección 983 del *Companies Act* 2006), también contemplada en el *Companies Act* de 1985, para el cálculo de los umbrales que van a permitir a los minoritarios que el oferente les adquiriera las acciones se ha seguido el mismo test dual que en el supuesto anterior, esto es, el oferente ha debido adquirir el 90% de las acciones a las que la oferta se dirige y el 90% de los derechos de voto inherentes a tales acciones (también aquí en el supuesto de que la oferta fuera dirigida sólo a una clase de acciones, tales porcentajes se aplicarían sólo a esa clase).

La Directiva 2004/25 ha supuesto una modificación en el período durante el cual los derechos anteriormente mencionados pueden ejercitarse. Así, establece que tales derechos pueden ejercitarse en un plazo de tres meses desde que finalice el período para la aceptación de la oferta. En cambio, el *Companies Act* de 1985 establecía que podrían ejercitarse en un período de cuatro meses a contar desde la fecha de la oferta y, en cualquier caso, debían ejercitarse dentro del plazo de dos meses desde que se haya alcanzado el porcentaje del 90% antes referido. En lo que respecta a las sociedades no cotizadas, a las que como hemos dicho antes se ha extendido la aplicación de estos derechos, se ha establecido que debe ejercitarse en un plazo de seis meses desde la fecha de la oferta, siempre que sea anterior al período de tres meses desde el final de la oferta. Esta medida pretende evitar que los oferentes en tales circunstancias extiendan el período de la oferta de forma continuada. En lo que respecta al *sell-out*, éste debe ejercitarse en tres meses desde el final de la oferta o, si más tarde, tres meses desde el momento en que se comunica a los accionistas la posibilidad de que ejerciten tales derechos.

En lo que respecta al precio justo, el *Takeover Code* en la sección 11 establece que se considerará precio justo o precio equitativo el precio más

elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen en concierto con el mismo durante la oferta o en un período no superior a los 12 meses anteriores a la oferta (la Directiva 2004/25 permitía un plazo de entre 6 y 12 meses). Este precio se considera justo y, tras la entrada en vigor de la nueva regulación, se impide la posibilidad que antes existía de que los tribunales puedan reducir la contraprestación ofrecida en la oferta pública.

#### **4. Breve referencia a la transposición de la Directiva 2004/25 a la legislación española**

Recientemente se ha promulgado la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, que ha supuesto no sólo la modificación de determinados artículos de la Ley del Mercado de Valores sino también la inclusión de otros nuevos con el fin de adaptar el régimen jurídico español regulador de las ofertas públicas de acciones a las disposiciones de la Directiva 2004/25. Esta nueva normativa entrará en vigor a los cuatro meses de su publicación en el BOE, esto es, el 13 de agosto de 2007. Sin embargo, el nuevo régimen se aplicará también a las ofertas cuya solicitud de autorización haya sido presentada en la CNMV y no haya sido autorizada con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva Ley. En la actualidad existe un Proyecto de Real Decreto que desarrolla la Ley y que, esperamos, entre en vigor de forma simultánea a la Ley<sup>(13)</sup>.

A continuación resumimos en líneas generales las novedades que se han incluido en nuestro ordenamiento:

(i) La nueva normativa supone el fin de las singularidades del sistema español como las ofertas públicas parciales, obligatorias y las ofertas *a priori*. Esta modificación presenta una ventaja respecto del régimen hoy vigente, puesto que se pasa de un sistema que juzga las intenciones y que obliga a formular ofertas por al menos el 10% del capital si se supera el 25% del capital o se controla entre un tercio y la mitad del Consejo, a un sistema objetivo que hace depender la obligatoriedad de lanzar una oferta pública de la toma efectiva de control de una sociedad.

(ii) Se clarifica el sistema de obligatoriedad a la hora de lanzar una oferta pública y se resume en la obligación de lanzar una oferta pública por el 100% del capital cuando se tenga el 30% de los derechos de voto de una sociedad. La novedad más importante es que se deja de tener en cuenta el porcentaje de

---

(13) En la actualidad existe un Proyecto de Real Decreto que se encuentra en fase de audiencia pública. Este Proyecto puede encontrarse en [http://www.tesoro.es/sp/legislacion/index\\_legislacion.asp](http://www.tesoro.es/sp/legislacion/index_legislacion.asp).

capital o la posibilidad de nombrar a la mayoría de los miembros del Consejo de administración para tener en cuenta de forma exclusiva los derechos de voto del accionista.

A pesar de que esta modificación está en línea con lo previsto en la Directiva 2004/25, se plantea el problema de que los derechos de voto pueden adquirirse no sólo a través de la toma directa de un porcentaje en el capital social, sino que se permite que para determinar si existe o no toma de control se tengan en cuenta los supuestos de concertación entre accionistas, por ejemplo, vía pactos parasociales [artículo 3.1.b) del Proyecto de Real Decreto]. Esta nueva previsión resuelve la polémica sobre si en caso de concertación para gestionar surge o no obligación de lanzar una oferta pública, ahora bien, sería deseable que se clarificara qué se entiende por “actuación concertada” para, así, poder diferenciar los pactos de accionistas que efectivamente están dirigidos a la toma de control de los meros acuerdos puntuales.

(iii) Se refuerza y se define con mayor claridad el deber de pasividad de los miembros del Consejo de administración y se aumenta el protagonismo de las Juntas generales. En este sentido, se establece la necesidad de que las medidas defensivas que se adopten (con la excepción de la búsqueda de nuevas ofertas) sean aprobadas por dos tercios de los accionistas presentes o representados en la Junta general.

En este punto sería recomendable que se previera en el caso de sociedades cotizadas que hayan recogido en sus estatutos mayorías superiores para su modificación, que la adopción o eliminación de las medidas defensivas ante una oferta pública en los términos de la Directiva 2004/25 deba adoptarse conforme a esas mayorías reforzadas ya establecidas.

La neutralización de medidas defensivas (entendiendo por tales las restricciones a la transmisibilidad de las acciones y/o a las restricciones al derecho de voto) prevista en la Directiva 2004/25 no se impone de forma imperativa, sino que se configura de tal manera que las sociedades pueden optar por su aplicación o no e incluso, habiendo adoptado tales medidas, no aplicarlas cuando el oferente no haya aprobado medidas equivalentes de suspensión de las medidas defensivas existentes.

(iv) Finalmente, se recoge el derecho del accionista que alcance al menos un 90% de los derechos de voto a comprar el resto de los títulos a un precio equitativo. Los accionistas tendrán, a su vez, derecho a que la sociedad les compre sus acciones. No cabe más que considerar esta previsión como positiva puesto que, además de facilitar el control de las sociedades, permite proteger los intereses de los accionistas minoritarios concediéndoles un derecho de separación que les permita liquidar su inversión cuando se produce una toma de control.

Se ha previsto un régimen transitorio que determina que si alguien es titular de una participación en una sociedad cotizada que sea igual o superior al 30% e inferior al 50%, estará obligado a formular una oferta pública por el 100% del capital en los siguientes supuestos: (i) si adquiere al menos un 5% adicional del capital social en un período de 12 meses; (ii) si alcanza al menos el 50% de los derechos de voto de esa sociedad, o (iii) si adquiere una participación adicional y designa un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

*Blanca Puyol Martínez-Ferrando*

---

# **BIBLIOGRAFÍA**

---

## DERECHO BANCARIO

### — NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

BURGARD, “Der Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie über Zahlungsdienste im Binnenmarkt”, en *WM* n.º 44 (2006), p. 2065.

FLEISCHER, “Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz”, en *BKR* n.º 10 (2006), p. 389.

KORTS, S., *Die Europäische Aktiengesellschaft. Societas Europaea (SE) im Gesellschafts- und Steuerrecht*, 2.ª ed., Heidelberg (2006), 51 pp.

LACH, S., *Die Europäische Insolvenzverordnung. Instrument des inländischen Gläubigerschutzes im Wettbewerb der Gesellschaftsrechte*, Hamburgo (2007), 338 pp.

ROTSTEGGE, J., *Konzerninsolvenz. Die verfahrensrechtliche Behandlung von verbundenen Unternehmen nach der Insolvenzordnung*, Baden-Baden (2006), 499 pp.

WESTPHAL, N., *Die Europäische Aktiengesellschaft. Gründung, Sitzverlegung, Verlustverrechnung*, Steuern (2006), 78 pp.

### — ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

#### BANCOS

GALLETTI, D., “L’insolvenza transfrontaliera nel settore bancario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 1.ª, (2006), p. 546.

GUGGENBÜHL/ESSEBIER, “Bankenkonkurs und Einlagensicherung”, en *SJZ* n.º 16/17 (2006), p. 373.

SCIUMBATA, G., “La trasformazione bancaria tra legislazione speciale e diritto delle società riformato”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2006), p. 792.

STOLZ, S.M., *Bank Capital and Risk-Taking. The Impact of Capital Regulation, Charter Value, and the Business Cycle*, Berlín (2006), 180 pp.

### — COOPERATIVAS DE CRÉDITO

MARANO, P./DE STATIO, V., “La vigilanza sulla mutualità delle banche di credito cooperativo (Decreto ministeriale 22 dicembre 2005)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2006), p. 699.

SALERNO, F., “Fusione di banche di credito cooperativo e devoluzione ai fondi mutualistici”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2006), p. 388.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

AMATO, G., “Responsabilità solidale nelle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli artt. 195 e 196 t.u.f.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2006), p. 732.

BINDER, “Die Auswirkungen der Basel II-Umsetzung auf die aufsichtsrechtlichen Eingriffskompetenzen nach dem Kreditwesengesetz”, en *WM* n.º 45 (2006), p. 2114.

CONDEMI, M., *Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia*, Bari (2005), 358 pp.

MINERVINI, G., “La Banca d’Italia, oggi”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2006), p. 619.

MÜLBERT, “Bankenaufsicht und Corporate Governance-Neue Organisationsanforderungen im Finanzdienstleistungsbereich”, en *BKR* n.º 9 (2006), p. 349.

NAPOLITANO, G., “Note sull’auto-rizzazione della Banca d’Italia all’esercizio delle azioni civili nei confronti degli organi dell’amministrazione straordinaria delle banche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 5, parte 2.ª (2006), p. 604.

RISOLI FARINA, M., *La vigilanza sul mercato finanziario*, Milán (2005), XII-794 pp.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

DI MARZIO, F., *Abuso nella concessione del credito*, Nápoles (2004), 282 pp.

ROHE/LISCHEK, “Haftung für bankinterne Ratings”, en *WM* n.º 41 (2006), p. 1933.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

LÖCHEL, H./ZHAO, X., *The Future of Banking in China*, Frankfurt (2006), 229 pp.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

FAUCEGLIA, G., “I contratti bancari”, en *Trattato di diritto commerciale*, Turín (2005), p. XII-568.

HALÄSZ/KLOSTER, “Abgestimmtes Verhalten im Sinne des § 30 Abs. 2 WpÜG im Zusammenhang mit einem Debt-Equity Swap”, en *WM* n.º 46 (2006), p. 2152.

HOFMANN, “Die Belehrungspflichten bei kreditfinanzierten Anlagemodellen: Die neue BGH-Rechtsprechung zu institutionalisiertem Zusammenwirken”, en *WM* n.º 39 (2006), p. 1847.

NIGRO, A., “‘Privatizzazione’ delle procedure concorsuali e ruolo delle banche”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2006), p. 359.

— **GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

BARILLA, G.B., “Causa esterna e garanzie bancarie autonome”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2006), p. 659.

MANGANÒ, R., “Revocabilità del pagamento di terzo (intermediario) ed irrevocabilità del pagamento del fideiussore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2006), p. 489.

MUCKE, “Negativerklärungen (Negative Pledge Clausses) als Instrument der Kreditsicherung, inhaltliche Anforderungen des deutschen Rechts”, en *WM* n.º 38 (1006), p. 1804.

STÖCKER, “Die grundpfandrechtliche Sicherung grenzüberschreitender Im-

mobilienfinanzierungen”, en *WM* n.º 41 (2006), p. 1941.

## DERECHO BURSÁTIL

### — EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AKIN, I., *Corporate Governance & Vorstandsvergütung. Eine vergleichende Untersuchung zum deutschen und US-amerikanischen Recht*, Herbolzheim (2006), 280 pp.

BECKER, A., *Deliktsrechtliche Sanktionen von Verstößen gegen die kapitalmarktschützenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes*, Marburgo (2006), 238 pp.

BENECKE, “Haftung für Inanspruchnahme von Vertrauen-Aktuelle Fragen zum neuen Verkaufsprospektgesetz”, en *BB* n.º 48 (2006), p. 2597.

BRANCADORO, G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milán (2005), pp. XIV-270.

BRINKMANN, “Abschlussprüfung nach International Standards on Auditing”, en *KoR* n.º 11 (2006), p. 668.

CAPRIGLIONE, F., *L'ordinamento finanziario italiano*, 2 tomos, Padua (2005), XX-796 pp.

COHN-HEEREN, D., *Kapitalmarktrechtliche Regulierungskonzepte zur Alternative Handlungssysteme*, Berlín (2006), 242 pp.

DUVE/KELLER, “MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts”, en *BB* n.º 47 (2006), p. 2537.

FOCK, “Das neue Recht der Investmentaktiengesellschaft”, en *BB* n.º 44 (2006), p. 2371.

GESCHWANDTNER, “Ist Werbung mit der Einlagensicherheit ein Misstand i.S. des § 23 Abs. 1 KWG?”, en *WM* n.º 45 (2006), p. 2124.

KOCH, R., *Die Auswirkungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) auf den Erwerb eigener Aktien*, Berlín (2006), 342 pp.

KOCH, “Das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)”, en *ZGR* n.º 6 (2006), p. 769.

MÖLLERS/WENNINGER, “Informationsansprüche gegen die BaFin im Lichte des neuen Informationsfreiheitsgesetzes”, en *ZHR* n.º 4 (2006), p. 455.

MÜLBERT, “Neuordnung des Kapitalrechts”, en *WM* n.º 42 (2006), p. 1977.

PETERSEN, T., *Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle in Aktiengesellschaften. Ein Beitrag zum Einfluss des Deutschen Corporate Governance-Kodex auf börsennotierte Aktiengesellschaften*, Frankfurt (2006), 320 pp.

PIRNER, B./LEBHERZ, A., “Wie nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz publiziert werden muss”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 1-2 (2007), p. 19.

RISPOLI, M./ROTONDO, G., *Il mercato finanziario*, Milán (2005), XVIII-430 pp.

RUHNKE/SCHWIND, “Aufdeckung von Fraud im Rahmen der Jahresabschlussprüfung”, en *StuB* n.º 19 (2006), p. 731.

SALE, H.A., "Independent Directors as Securities Monitors", en *The Business Lawyer* n.º 4 (2006), p. 1375.

TATO PLAZA, A., "La protección de los índices bursátiles a través del Derecho contra la competencia desleal", en *Revista Derecho de los Negocios* n.º 195 (2006), p. 15.

TEUBER, "Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)-Auswirkungen auf Anlageberatung und Vermögensverwaltung im Überblick", en *BKR* n.º 11 (2006), p. 429.

WACLAWIK, "Zur Fortsetzung der Reform des aktienrechtlichen Anfechtungsprozesses", en *DSiR* n.º 48 (2006), p. 2177.

WOLHARDT/WILKENS, "Auswirkungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) auf geschlossene Fonds in Deutschland", en *DB* n.º 38 (2006), p. 2051.

WOLF, "Corporate Compliance-ein neues Schlagwort? Ansatzpunkte zur Umsetzung der Compliance in der Finanzberichterstattung", en *DSiR* n.º 44 (2006), p. 1995.

#### — OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

WEBER, R./GEIGER, H./BREINING-KAUFMANN, C./SCHMITZ, R./TROT, A., *Integrierte Finanzmarktaufsicht. Rechtliche und ökonomische Beurteilung des FINMA-Projekts*, Zurich (2006), 201 pp.

#### — RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

GRÜGER, T.W., *Kurspflege – Zulässige Kurspflegemassnahmen oder verbotene Kursmanipulation? Eine Untersuchung*

*der rechtlichen Zulässigkeit vom Kurspflegemassnahmen nach deutschem, britischem und europäischem Kapitalmarktrecht*, Baden-Baden (2006), 284 pp.

#### — ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

DING, L., "Delisting in Deutschland und China", Hamburgo (2006), 208 pp.

HERNEMANN, S., *Das Reguläre Delisting. Ein Diskussionsbeitrag zur Deregulierung des Börsenrückzugsverfahrens*, Hamburgo (2006), 258 pp.

GUTTE, R., *Das reguläre Delisting von Aktien. Kapitalmarktrecht-Gesellschaftsrecht-Ökonomie*, Berlín (2006), 253 pp.

HALE, R.V., "The Uncertain Efficacy of Executive Sessions Under the NYSE's Revised Listing Standards", en *The Business Lawyer* n.º 4 (2006), p. 1413.

RADDE, J., *Gestaltung und Prüfung der Prognosepublizität in Börsenzulassungsprospekten*, Düsseldorf (2006), 396 pp.

SCHIFFERS, G., *Haftung von Altaktionären bei Verstoss gegen Marktschutzvereinbarungen (IPO-Lock-up-agreements) im deutschen und US-amerikanischen Recht*, Frankfurt (2006), 197 pp.

#### — CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

DEIPENBROCK, "Ausgewählte Rechtsaspekte einer 'Anerkennung' von Ratingagenturen im Armen der Umsetzung der Basell II-Übereinkunft in europäisches Recht", en *WM* n.º 48 (2006), p. 2237.

DOMKE, "Fernabsatz von Finanzdienstleistungen", en *DSiR* n.º 38 (2006), p. 2035.

EHLERS, A., *Wertpapierhandel über neue Medien. Zum Wandel der Rollen der Marktteilnehmer*, Baden-Baden (2006), 48 pp.

EHRICKE, “Zum anwendbaren Recht auf ein in einem Clearing-System vereinbartes Glattstellungsverfahren im Falle der Insolvenz ausländischer Clearing-Teilnehmer”, en *WM* n.º 45 (2006), p. 2109.

ENGELHARDT, “Vertragsabschluss-schaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten sur fehlerhafte Kapitalmarktinformationen”, en *BKR* n.º 11 (2006), p. 443.

FISCHER, S., *Haftungsfragen des Ratings*, Hamburgo (2007), 262 pp.

KEUL/ERTTMANN, “Inhalt und Reichweite zivilrechtlicher Prospekthaf-tung”, en *DB* n.º 31 (2006), p. 1664.

KORT, “Das rechtliche und wirtschaftliche Aktieneigentum beim Wertpapierdarlehen”, en *WM* n.º 46 (2006), p. 2149.

LERMA, V., “L’applicazione del fair value alle banche: profili técnico economi-ci e giuridici”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2006), p. 723.

LUKACS, F., “Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2006), p. 512.

PONTIROLI, L., “La disciplina del pagamento nella vendita a distanza dei servizi finanziari: prime considerazioni”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 1.ª (2006), p. 678.

REISS, M., *Pflichten der Kapitalanla-gegesellschaft und der Depotbank gegenü-ber dem Anleger und die Rechte des Anle-gers bei Pflichtverletzungen*, Berlín (2006), 418 pp.

SEIBT, “Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht”, en *ZGR* n.º 3-4 (2006), p. 501.

SPINDLER/KASTEN, “Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleis-tungssektor-die MiFID und ihre Umset-zung”, parte I, en *WM* n.º 37 (2006), p. 1749 y parte II, en *WM* n.º 38 (2006), p. 1797.

WEBER, M., *Die Haftung des Analy-sten sur fehlerhafte Wertpapieranalysen*, Lohmar (2006), 372 pp.

#### — OPAS

ANDRÉ-DUMONT, A.-P., “L’affaire Electrabel ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en ma-tière d’offres publiques d’acquisition”, en *Revue Pratique des Sociétés* (cuarto tri-mestre 2005), p. 345.

BENOCCI, A., *Il mercato [commu-ne?] del controllo societario tra presente e futuribile*, Pisa (2005), 112 pp.

BUERMAYER, I., *Bedingungen in öffentlichen Übernahmeangeboten, insbe-sondere Material-Adverse-Change-Klau-seln*, Frankfurt (2006), 292 pp.

ELSNER, S., *Das Recht der übernah-meangebote im Vereinigten Königreich und der Bundesrepublik Deutschland. Eine rechtsvergleichende Analyse*, Frankfurt (2006), 359 pp.

FALKANHAUSEN von/KLITZING von, “Wandelanleihen als poison pill”, en *ZIP* n.º 33 (2006), p. 1513.

HEIDEL/LOCHNER, “Der übernah-merechtliche Squeeze und Sell-out gemäss §§ 39aff WpÜG”, en *Der Konzern* n.º 10 (2006), p. 653.

JOHANSEN-ROTH/ILLERT, “Pake-terwerbe und öffentliche Übernahmeange-bote im Lichte des neuen übernahmerecht-

lichen Squeeze out nach § 39 WpÜG”, en *ZIP* n.º 47 (2006), p. 2157.

JOSENHANS, “Das neue Übernahmekollisionsrecht”, en *ZBB* n.º 4 (2006), p. 269.

KALSS, S., *Squeeze-Out. GesRZ-Sonderhelf*, Viena (2006), 64 pp.

KNOTT, “Freiheit, die ich meine: Abwehr von Übernahmeangeboten nach Umsetzung de EU-Richtlinie”, en *NZG* n.º 22 (2006), p. 849.

NELLE, “Stimmrechtszurechnung und Pflichtangebot nach Umsetzung der Umsetzung der Übernahmerichtlinie”, en *ZIP* n.º 45 (2006), p. 2057.

POSEGGA, S., *Squeeze-Out. Unter besonderer Berücksichtigung möglicher Missbrauchsfälle sowie der Besonderheiten der Bemessung bei der Barabfindung*, Frankfurt (2006), 242 pp.

SANTONASTASO, “Dalla ‘golden share’ alla ‘poison pill’: evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381-384 comma dell’art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 33.3 (2006), p. 383.

SCHWARTE, P., *Das Pflichtangebot im Anschluss an Verschmelzung und Spaltung*, Hamburgo (2006), 262 pp.

WINNER, M./GALL, M./POTYKA, M., *Squeeze-Out. Der Gesellschafterausschluss bei AG und GmbH*, Viena (2006), 276 pp.

#### — RÉGIMEN DE LOS INSIDER

BOLTHAUSEN, “Offenlegungspflichten deutscher Unternehmen in US ‘discovery-proceedings’ ”, en *MDR* n.º 19 (2006), p. 1081.

KOCH, T., *Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts*, Baden-Baden (2006), 318 pp.

SEIBT, “Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht”, en *ZGR* n.º 3 (2006), p. 243.

SCHNEIDER, S.H., *Informationspflichten und Informationseinrichtungspflichten im Aktienkonzern. Überlegungen zu einem Unternehmensinformationsgesetzbuch*, Berlín (2006), 368 pp.

#### — SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

GSTÄDTNER/ELICKER, “Zur Erlaubnispflicht für kollektive Anlagemodelle nach § 32 KWG”, en *BKR* n.º 11 (2006), p. 437.

PERRONE, A., “Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 1.ª (2006), p. 372.

SCHÄFER, “Kompromisslösung in Sachen ‘Schrottimmobilien’ —das neue Konzept des Bankrechtssenats zum finanzierten Immobilien— und Anteilsverkauf”, en *DSr* n.º 39 (2006), p. 1753.

## TÍTULOS VALORES

## — ACCIONES

BEDNARZ, L., *Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien. Anforderungen und Schranken (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 und 2 AktG*, Frankfurt (2006), 370 pp.

FACH, C., *Die Zulässigkeit von Bindungsklauseln bei Aktienoptionsprogramm*, Frankfurt (2006), 320 pp.

DE LUCA, N., “Alienazione illegittima di titoli azionari vincolati. Persistente legittimazione dell’alienante iscritto nel libro dei soci?”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2006), p. 759.

FUSCO, E., “Observazioni in tema di protesto illegittimo e ‘devori di protezione’ nella banca trattaria nei confronti del cliente correntista”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2006), p. 706.

HARMS, A., *Aktionoptionen. Grundlagen, Besteuerung und Bilanzierung*, Saarbrücken (2006), 142 pp.

PLUSKAT, “Rückerwerb eigener Aktien nach WpÜG-auch offiziell kein Anwendungsfall mehr”, en *NZG* n.º 19 (2006), p. 731.

Van DIECK, F., *Rückerwerb eigener Aktien. Ökonomische und rechtliche Analyse für Deutschland*, Saarbrücken (2006), 158 pp.

VEIGA COPO, A.B., “El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero”, en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 261 (2006), p. 1059.

WIDDER, S./KOCHER, D., “Die Behandlung eigener Aktien im Rahmen der Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 1-2 (enero 2007), p. 13.

## — OBLIGACIONES

ACCETTELLA, F., “Pagamento di assegno non trasferibile a persona qualificata come rappresentante del prestatore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 6, parte 2.ª (2006), p. 686.

PALMIERI, “I nuovi limiti all’emissione di obbligazioni”, en *Giurisprudenza Commerciale* n.º 33.2 (2006), p. 293.

## — TÍTULOS CAMBIARIOS

## LETRA DE CAMBIO

FURGIUELE, L., “Dichiarazione cambiaria, promessa di pagamento e limiti all’inversione dell’onere della prova”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 4, parte 2.ª (2006), p. 463.

FUENTES NAHARRO, Mónica, *Grupos de sociedades y protección de acreedores (Una perspectiva societaria)*. Prólogo de Gaudencio ESTEBAN VELASCO, Thomson/Civitas, Cizur Mayor, Navarra, 2007, 546 páginas.

## I. INTRODUCCIÓN

Conviene comenzar advirtiendo que la obra de la que se quiere aquí dar noticia crítica es el trabajo de tesis que ha valido, merecidamente, debe adelantarse, el grado de Doctor, con la máxima calificación, a su autora, la joven Profesora Mónica FUENTES, elaborada bajo la dirección del Profesor ESTEBAN VELASCO, defendida ante una Comisión de composición internacional.

Como se desprende de su título se centra en un aspecto del régimen de los grupos, el de la protección de los acreedores en el grupo, que nos remite al de la responsabilidad en él. Se trata de un aspecto que es capital en el temario de los grupos, hasta el punto de que, como recordaba en época aún reciente Giuliana SCOGNAMIGLIO —en su monografía *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, 1996—, “podría decirse que todo el *Konzernrecht* es susceptible de ser considerado desde el punto de vista de la responsabilidad de la sociedad —o más genéricamente— del *ente capogruppo*” (p. 119) y, cabría precisar, en el de los administradores. El recurrir a esta cita es algo sólo en cierta medida casual, pues tengo el libro muy a mano entre una selección de obras de Derecho italiano sobre grupos, en torno al desarrollo del régimen de la figura en ese país en el contexto de la reforma societaria de 2003, que estimo especialmente interesante. Me ha parecido oportuno insertarla aquí, por algunas razones que no me resisto a dejar apuntadas ya que tienen que ver con la obra de la autora, el entorno de la elaboración del trabajo que se comenta y el juicio sobre la misma que funda una lectura detenida del libro.

Así, el tema de la responsabilidad de la matriz y sobre todo sus administradores, como instrumento para la protección de los acreedores, si bien aparece en la obra —en su dimensión societaria—, como objeto central de estudio (capítulos segundo a quinto), es, además, el punto de referencia —parcialmente implícito— del conjunto del temario del grupo, presentado sintéticamente en la introducción, con especial referencia a aspectos no completamente perfilados y cuestiones que plantea el grupo, específicamente en nuestro Ordenamiento jurídico, pero no sólo en él (capítulo primero, sobre todo y segundo, en su comienzo). Por otra parte y finalmente, también es objeto de estudio, en una perspectiva no estrictamente societaria, en su parte final (capítulo sexto).

La referencia a una obra italiana para extraer la cita anterior da pie, por otra parte, para poner de relieve, en el marco del excelente uso de la compara-

ción jurídica que hace la autora, la, a mi juicio, acertada opción por entrar a fondo en la aportación del legislador Italiano al tema de los grupos —precisamente desde la perspectiva de la responsabilidad— en la Reforma de su Derecho de sociedades de 2003.

Finalmente el hecho de proceder esa cita de la obra de una autora consagrada da pie, por un lado, para congratularse de la incorporación de otra al elenco de excelentes tratadistas de esta materia —que la propia autora recoge en sus citas y bibliografía— y para desear, como espero, que este libro tenga la repercusión, al menos, que ha tenido aquélla y sea, como en su caso, el comienzo de una obra que se prolongue en el tiempo, con los frutos que de esta monografía cabe esperar.

## II. SOBRE LA METODOLOGÍA Y EL CONTENIDO

1. Por lo que hace a la metodología —aunque la referencia a este aspecto pueda ser entendida como manifestación de deformación profesional y considerada más propia de otro tipo de juicios que el de una reseña— tampoco me resisto a dejar de ilustrar brevemente el juicio positivo que me merece y que estimo está en la base de la generalidad de los aciertos del libro y de las aportaciones de carácter práctico que contiene, tanto en el plano de la orientación de sucesivos trabajos doctrinales de interpretación de nuestro Derecho vigente, como del propio legislador a la hora de la necesaria reforma de nuestro Derecho, exigida con cierta urgencia a todos los EE miembros de la UE, por la Comunicación de 2003 sobre la reforma del Derecho de sociedades comunitario.

Sobre el uso de la comparación jurídica en términos generales conviene fundar brevemente el juicio positivo antes formulado. Aquel “entrar a fondo” en los diversos Ordenamientos se manifiesta no en el reflejo en la obra de modo analítico directo y específico del “sistema” de cada ordenamiento —labor que ha sido sin duda previa—, sino en mostrar el dominio del mismo al estudiar concretos aspectos. Ello se trasluce en este caso en relación tanto con aquellos Ordenamientos que se utilizan como referencias fundamentales, por buenas razones en este caso el alemán y el italiano, como con aquellos otros en que la consideración es más de detalle y cuya presencia me parece plenamente justificada, tanto cuando se trata de aquellos cuya importancia, sobre todo de futuro, es generalmente reconocida —caso de los de corte anglosajón—, como de otros —el portugués, por ejemplo— a los que se concede habitualmente en nuestra doctrina menos atención que la que merecen y a los que la autora hace justicia.

En concreto cabe destacar el modo en que Mónica afronta la necesidad de abordar críticamente la aportación alemana, sin merma de reconocer todo lo

que en la actualidad se le debe y seguramente se le deberá en el futuro. Un ejemplo me parece especialmente significativo, el modo en que aborda la distinción entre grupo de Derecho y de hecho y la valoración de este último —*Faktischen Konzern*— y del régimen que recibe en Derecho alemán —parágrafos 311 y siguientes de la AktG del 65— de donde procede, de cara a la reelaboración del tema de la responsabilidad en el grupo, en general, en nuestro Derecho. En el primer aspecto me parece que era necesario un rechazo como el que hace de la figura del grupo de hecho (p. 54), que sólo tiene sentido en un contexto en que la legalización exija un contrato, cosa que ni sucede en la actualidad en nuestro ordenamiento ni parece razonable que vaya a suceder con lo que la referencia al grupo de hecho —gravada por esa tradición— perturba más que ayuda a la construcción de su régimen. En el segundo no deja de reconocer la enorme utilidad que tiene aquel régimen en la configuración de una responsabilidad por la dirección grupo —y por la organización del mismo—, especialmente en relación con la concepción de un elemento clave si no de la noción sí del entero régimen de los grupos, el denominado interés del grupo (pp. 164 y ss.). Utilidad que se manifiesta al margen de un concreto “sistema”, como lo muestra la configuración de la misma en el reciente Derecho italiano y como con singular acierto percibe, cosa que no es frecuente en nuestra doctrina, en la sentencia francesa en el célebre caso ROZENBLUM, que pone de manifiesto la importancia de la organización del grupo en la propia noción del mismo y permite enlazar responsabilidad por dirección y por organización del grupo.

Este misma visión crítica y el previo conocimiento en detalle del Ordenamiento en cuestión se pone de relieve en su manejo del derecho italiano, así cuando señala obstáculos para una traslación de soluciones de aquél al nuestro y, en concreto, cuando en lo referente al tratamiento del régimen de responsabilidad “intragruppo” italiano, muestra esa improcedencia, a falta en nuestro Ordenamiento de algún precepto similar en el régimen general de la sociedad anónima al 2394 CCI (pp. 341 y ss.).

En cuanto al manejo de otros instrumentos de esta misma naturaleza, valga como ejemplo la consideración, en este plano, de lo que puede ser útil de la reflexión de carácter económico, en concreto del denominado “Análisis económico del Derecho”. Muestra significativa de su informada y prudente utilización es la de los modelos de Pareto y Kaldor-Hicks, así como criterios de gestión económica empresarial, a la hora de perfilar elementos de su construcción en el tema antes mencionado de las “ventajas” compensatorias (pp. 178 y ss). Por último, de la minuciosidad y rigor con que procede a la interpretación del Derecho positivo para, *de lege lata*, extraer de nuestro Ordenamiento vigente soluciones al tema de la protección de los acreedores sobre la base de los instrumentos de exigencia de responsabilidad acuñados por nuestro legislador

es muestra más que clara el trabajo que en las casi cincuenta páginas dedica al estudio de las posibilidades que ofrece el artículo 153 LSA, arrancando de la responsabilidad orgánica y pasando por la diligencia en el ejercicio de la dirección unitaria (pp. 308 a 354).

La posibilidad de encontrar en su sólido razonamiento fundamentos claros —entre otras cosas, por la referencia directa de la autora— en la obra de su director, Gaudencio ESTEBAN— y más lejanamente en el tiempo, pero con indudable actualidad, en la obra de GIRÓN TENA, como renovador de nuestro Derecho de Sociedades, no puede utilizarse para limitar el valor de su trabajo, sino más bien para poner de relieve su inteligencia y habilidad para potenciar el de la labor realizada con anterioridad.

2. Yendo al contenido del trabajo, primero de forma descriptiva, de lo antes dicho se deduce que cabe distinguir en él al menos tres partes, cada una con valor propio e independiente, además del que tienen en conjunto al servicio del tema central, el que destaca el título del trabajo. En efecto, por su orden, que es el que da la autora, consta el trabajo de una Introducción, contenida como se ha dicho fundamentalmente en el capítulo primero, en el que se ocupa de la precisión de aspectos básicos, desde el puramente terminológico —también en duda y no de carácter menor en la medida que puede repercutir en la propia concepción— hasta la noción de grupo y sus elementos configuradores.

La segunda, y “troncal” por contener el núcleo del trabajo, del que ya se han destacado aspectos concretos, se sitúa, en rigor, en los capítulos 2.º a 4.º, donde se avanza en sistema y en riqueza de datos, algunos rigurosamente nuevos, respecto de trabajos anteriores sobre el tema. Enlaza con la anterior mediante el desarrollo de alguno de aquellos elementos configuradores de la noción —dirección unitaria— y aspectos previos del régimen —legitimación—, estrechamente vinculados y que por su especial vinculación con el tema de la responsabilidad requieren un tratamiento analítico.

La tercera parte, complementaria, está fundamentalmente integrada por el capítulo final, en el que se estudian otros recursos protectores de los acreedores, ajenos al Derecho de sociedades todos ellos, si bien la autora no deja de considerar en su análisis posibles vínculos con ese sector del Derecho, por ejemplo, cuando al estudiar la “confianza defraudada” remite a figuras como la del socio “aparente”, entre otras (pp. 434 y ss.).

En una zona intermedia entre estas dos últimas quedan las reflexiones sobre protección del capital en el grupo especialmente interesantes, incluso en un momento en que apunta un cambio importante en la propia concepción del capital, donde engarzan temas de gran interés actual como el de la centraliza-

ción de la tesorería del grupo. Su temática, sin duda societaria, constituye una visión del tema de la responsabilidad, complementaria de la anterior y que permite abordar aspectos de especial interés que por su peculiar naturaleza y por estar abiertos en estos momentos a una evolución cuyo final e, incluso, las eventuales etapas no son fáciles de vislumbrar, resulta muy oportuno dotarle de una cierta independencia sistemática.

a) Por lo que hace al primer capítulo de introducción, el anunciado valor intrínseco deriva de que en su pretensión y alcance real va más allá del que para un trabajo de Tesis doctoral tiene el aproximarse a la figura estudiada para tomar conciencia de la envergadura de los temas que plantea y situar el aspecto concreto. Puede considerarse que ello viene en parte determinado por el carácter escasamente consistente que tienen los perfiles —legales sobre todo— de la figura y aspectos básicos de su régimen, en nuestro ordenamiento y en la mayoría de los próximos, así como de lo discutible y necesitado de crítica de algunos de los que están afirmados en aquellos en que la regulación es más completa. Pero es mérito de la autora el dimensionar cada uno en función del tema central, el acierto en dar el estado de la cuestión en cada tema que aborda de una manera concisa y actual, lo que hace de una parte de la obra, en principio instrumental, muestra de una madurez que no es frecuente encontrar en una primera obra.

De este modo delimitar el ámbito general de la obra se convierte en un trabajo de creación, bien sea en un nivel mínimo, al dar cuenta de últimas reformas normativas, no suficientemente atendidas por la doctrina —la última reforma del artículo 42 del Cco—, bien sea de manera más plena, ya al abordar la tarea de “desbrozar” alguna parcela en la que la floración no tan espontánea que no quepa atribuir a un cultivo inspirado en tratamientos no adecuados al “terreno”, en el aspecto ya mencionado de los tipos de grupo, ya sea al construir, en buena medida con materiales parcialmente nuevos de nociones como la del interés social o la responsabilidad “por dirección”, que en su generalidad puede englobar la correspondiente a la derivada de la organización, en los grupos más estrechamente integrados. Si acaso algo se echa de menos en esta parte es algún mayor desarrollo en la clasificación entre grupos más o menos integrados, ciertamente sólo apuntada en la doctrina y que tal vez justifique un trabajo posterior de la autora que con el bagaje de que dispone sería ciertamente innovador.

b) Se abre la parte central del trabajo, como antes se dijo, con el estudio en detalle de algunos elementos del tipo y de problemas como el de legitimación o reconocimiento legal del grupo, exigido por su especial relación con el tema central que aquí se desarrolla. A propósito del aspecto que acaba de mencionarse, debe dejarse constancia del acierto de la autora al insistir en su calificación de esa legitimación en nuestro Ordenamiento como “implícita” (pp. 146

y ss.), lo que sitúa en su auténtica dimensión un problema de nuestro derecho que puede minusvalorarse si, ante la lentitud de nuestro legislador al hacerse cargo de aspectos básicos del régimen, como el de la responsabilidad, se cede a la tentación de sobreentender en las múltiples referencias al grupo que contiene nuestro Derecho positivo un reconocimiento más amplio que el que posee. Éste depende, como manifiesta la autora, de una adecuada protección de intereses como el de los acreedores, objeto de este libro. Por ello es procedente la tarea que se realiza en esta parte del mismo desde la perspectiva societaria: el análisis crítico de las diversas vías para la protección de aquéllos, mostrando especial atención a la que a su juicio es la más adecuada y descartando otras posibles, pero dedicando a cada una la atención precisa. En este intento de no dejar de lado ninguna de las vías posibles —y más o menos ampliamente transitada en doctrina y jurisprudencia propia y ajena— en este capítulo se realiza un estudio minucioso y casi exhaustivo del tema desde la perspectiva estrictamente societaria, dejando el estudio de otros caminos o técnicas alternativas para el último capítulo. Precisamente este cuidado en la separación de unos y otros instrumentos es una buena muestra del rigor en el análisis que es un signo distintivo de toda la obra y garantía de sus resultados.

Como seguramente ha quedado claro de lo dicho hasta aquí es la labor realizada en esta parte, en el “tejido” de ese “cesto” que es el molde de la responsabilidad en el grupo apto para proteger a los acreedores, desde su inicio —fundamento— hasta su culminación —la determinación de la vía para exigir la acción o acciones de responsabilidad que permiten los “mimbres” que proporciona nuestro Ordenamiento jurídico societario—, donde se muestran con especial claridad las virtudes del trabajo, parcialmente ejemplificadas hasta este momento de la recensión, con aspectos extraídos sobre todo de esta parte. Es cierto que, pese a ello podrían señalarse en ella más que verdaderas carencias, pues los temas se abordan y las cuestiones se apuntan, de tratamientos susceptibles de un mayor desarrollo, como el relativo a la centralización de la tesorería en el grupo. La comprobación de que en poco o nada afectan a la línea de desarrollo de la obra y a la validez de sus conclusiones y que tal vez no sirviera sino para mostrar las propias preocupaciones —o el gusto— del crítico, hace que se prescindiera de ellas.

Parece, por el contrario, de justicia resaltar cómo en los capítulos que forman esta parte se aprecia una línea directriz clara y rigurosa, que partiendo de la fundamentación de esa responsabilidad tutelar de los terceros, establecida con ayuda de la consideración de la naturaleza del fenómeno del grupo y lo que es común al conjunto de la reflexión jurídica sobre lo que ha venido a denominarse el *shutzrecht*, como parte inicial y fundamental de ese Derecho, —cuya actualidad pone en primer plano la mencionada recomendación de la Comisión Europea—, se llega para el caso español a identificar en la acción de responsa-

bilidad del artículo 153 LSA el soporte de derecho positivo de ese instrumento tutelar de los acreedores; tanto de la de carácter interno —intragrupo en la que la acción de los acreedores tiende a reintegrar el patrimonio de la sociedad filial perjudicada patrimonialmente respecto de la que el acreedor tiene esa condición jurídica, como vía indirecta de protección de su interés— en la que se centra la labor de interpretación, pero también la externa —extragrupo—. Previamente se han ido examinando otros posibles fundamentos societarios y señalando su especial falta de adecuación al propósito.

Para concluir esta parte del comentario, volviendo a aspectos concretos, dignos de mención, conviene destacar, junto a los señalados, el acierto de la autora al analizar el conflicto de intereses propios del grupo que, entre otras cosas, muestra claramente la inadecuación de aquellos mimbres para llegar a confeccionar un producto aceptable. En relación con la delimitación de ese conflicto, y con el notable avance que introduce en la determinación del contenido del interés del grupo, me parece especialmente acertada la utilización de la teoría de las ventajas compensatorias como —por decirlo con las propias palabras de la autora— “criterio de valoración de los conflictos de intereses” (pp. 194 y ss.) antes que y mejor que como un instrumento de compensación de daño patrimonial ocasionado que asegure la protección de los intereses. El análisis de su problemático encaje en el Derecho español vigente y el que rige en otros Ordenamientos y el de los modos en que y los argumentos por lo que esta teoría puede ser utilizada de esta forma, sobre la base de ejemplos diversos en el Derecho comparado, me parece muestran una capacidad analítica y una brillantez notables. Esas mismas cualidades con resultados igualmente convincentes aparecen en temas ya aludidos: desde el previo de los grados y consecuencias de la legitimidad del grupo en razón de su diverso reconocimiento por el Ordenamiento jurídico, con la aparente peculiaridad que en el español deriva de la mención al tema de la facultad de impartir directrices, hasta el doble aspecto tratado en el tema dedicado al capital en los grupos, de las diferentes formas de infracapitalización y del pago de dividendos ocultos, con la correspondiente crítica a su grado de utilidad para responder a las cuestiones que se plantea en relación con el objetivo principal: encontrar la vía más apta —y siempre limitada de partida para proteger el interés analizado—, pasando por el modo en que justifica su localización en el texto de la LSA.

c) No es menor, en el conjunto, el interés que muestran los resultados de la parte final en la que pasa revista dando su personal opinión —tras hacer énfasis en aspectos y con la especial valoración de fuentes, que dotan al estudio de originalidad— a otras vías menos adecuadas para la autora para resolver el problema de la protección de los acreedores del grupo. Cabe citar en este sentido la personal revisión que hace a la adaptación a ese fin de la teoría del administrador de hecho y la de la confianza defraudada. Por lo dicho no falta en

la elaboración de esos apartados, donde el trabajo previo facilita la tarea pero donde el hecho de que la solución permanezca abierta requiere opiniones bien fundadas y prudentes como las de la autora, aportaciones con un claro sello personal necesarias para enriquecer el debate y avanzar hacia conclusiones más firmes y susceptibles de general aceptación. Algo semejante cabe decir del contenido del capítulo dedicado al capital, al que se ha hecho referencia más arriba.

### III. CONCLUSIÓN

Para terminar, quiero insistir en el interés que tienen conclusiones que van más allá de aquella que es la central —la citada propuesta de interpretación de nuestro vigente Derecho, respetuosa con los límites que impone nuestro Ordenamiento— que son la insatisfacción de los resultados que lleva consigo —y provisionalmente conlleva la autora— y la solicitud de que el legislador articule un reconocimiento positivo específico de la responsabilidad por el ejercicio y acatamiento de la dirección unitaria (pp. 355 y ss.) y con ello —y la necesaria protección de los accionistas externos— legitime “expresamente” al grupo. Comparto esta postura y la que me parece ver en la autora de la conveniencia al hacerlo de dedicar especial atención al modelo italiano, sobre la base de un común fondo doctrinal de origen germánico, como referencias básicas, con algunos reparos, para los que sirve de base la propia doctrina italiana y de los que se hace eco la autora; sin por eso desdeñar lo que de positivo tienen en este y otros aspectos conexos tanto Ordenamientos más “modestos” y nuestra Propuesta de Código de sociedades mercantiles.

Confío en que el legislador español, más temprano que tarde, “recoja el guante” que le arroja la autora para configurar un régimen de responsabilidad específica para los grupos y no dejen sus redactores de tener muy en cuenta todo lo que en el libro se dice, fruto en parte de una obra doctrinal previa que la autora selecciona críticamente con buen criterio y sintetiza con especial acierto y de las aportaciones personales, algunas de las cuales se han tratado de poner de relieve.

Y en ese aspecto y retomando la idea expuesta por la autora de que se trata de una tarea que implica en conjunto al Derecho de sociedades, no me parece inoportuno cerrar estas reflexiones si no con otra cita precisa con el recuerdo de una consideración, también procedente de la doctrina italiana que, en parte al menos, ya ha visto recompensado su esfuerzo con la respuesta del legislador, mejor —como creo— o peor, pero en todo caso estimulante. Se trata de la invocación que dirige PORTALE al legislador italiano, a raíz de la reforma de 2003, no precisamente para agradecerle esa “deferencia”, sino para pedirle que

proceda a codificar separadamente la materia de sociedades y, en el caso de ese país deje de “martirizar” al CC con la lluvia de reformas parciales que experimenta en ese sector. En un contexto general bien diferente, me parece deseable que haga lo propio el legislador español, sentando las bases de un moderno derecho de sociedades o al menos de sociedades mercantiles, lo que permitirá seguramente frenar la interminable sucesión de pequeñas y cada vez más frecuentes y aisladas reformas y sobre todo evitar los desequilibrios y faltas de coherencia que aquéllas están produciendo. Es seguro que no sólo el conjunto de ese sector del Ordenamiento resultaría beneficiado, sino también el Derecho societario de grupos.

*Marcos Sacristán Represa*

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad de Valladolid*

LASTRA, Rosa M., *Legal Foundations of International Monetary Stability*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 600 páginas.

El ambicioso título de este libro nos sugiere el análisis de los fundamentos legales en los que se basa el sistema monetario internacional. La Dra. LASTRA ha realizado con éxito esta tarea gracias a su buena formación multidisciplinar en el ámbito del derecho y de la economía financiera. Ahora bien, éste es un libro de derecho como indica Charles GOODHART en su prólogo.

Antes de empezar con el comentario de esta obra, quiero decir que la Dra. LASTRA es una amiga de muchos años y una antigua colega del Fondo Monetario Internacional. Además, he tenido la oportunidad de comentar partes del borrador de la misma. A pesar de todo ello, espero que mi comentario sea imparcial.

El libro se desarrolla en torno a una cuestión central: la complejidad creciente del sistema financiero internacional caracterizado por la liberalización de los flujos de capital; el gran desarrollo de los mercados de divisas en los que se negocian volúmenes de divisas que superan con creces las reservas en poder de los bancos centrales; los tipos de cambio flotantes; el nacimiento del euro; la naturaleza transnacional de los intermediarios financieros y la distinción cada vez menos nítida entre los distintos intermediarios financieros. Todo ello suscita una serie de cuestiones a las que el libro de la Dra. LASTRA trata de dar respuesta: ¿Cuál es el papel de las instituciones que nacieron al amparo del acuerdo de Bretton Woods en este nuevo entorno?; ¿cuál es el papel de los bancos nacionales de los países del área euro tras la creación del Banco Central Europeo?; ¿quién es el supervisor prudencial de una entidad financiera de carácter transnacional?; ¿cuál es la regulación aplicable cuando las legislaciones nacionales son muy divergentes?; ¿quién es el regulador responsable en caso de insolvencia de una entidad financiera transnacional?; ¿es la definición de “insolvencia” la misma en todos los países?, y otras tantas cuestiones. Geoffrey MILLER destaca en su prólogo del libro que, hasta la fecha, “los juristas se han centrado sólo en partes del proceso, y han realizado su análisis desde una perspectiva doctrinal que no ha sido capaz de presentar el contexto económico que perseguía explicar”. La perspectiva multidisciplinar del análisis de los fundamentos legales de la estabilidad monetaria y financiera en sus vertientes doméstica e internacional, es una de las contribuciones más importantes de este libro que presenta el marco económico, histórico, e incluso político en el que se han desarrollado dichos fundamentos.

El libro se divide en tres grandes partes que tratan de una forma sistemática el marco institucional de la estabilidad monetaria y financiera en su ámbito nacional (Parte I); europeo (Parte II) e internacional (Parte III). Estas tres partes

comparten una misma estructura que consiste en una primera sección dedicada a los antecedentes históricos; seguida de otra sección dedicada al análisis de las instituciones y concluyendo con una tercera que presenta la arquitectura financiera de la supervisión, la regulación y la gestión de crisis financieras.

La primera parte del libro comienza con una definición de soberanía monetaria y el análisis de su naturaleza bajo la *Lex Monetae* así como de sus atributos y, lo que es más importante, de sus limitaciones puestas de manifiesto con la cesión de la *ius cudendae monetae* en el caso de los países miembros del área euro. Para ello, la Dra. LASTRA hace referencia al concepto de soberanía en su sentido más amplio y se apoya en las obras de BODIN, HOBBS, MONTESQUIEU, TOCQUEVILLE y otros. Estas notas introductorias son interesantes en sí mismas pero también constituyen una valiosa introducción del concepto de soberanía monetaria. En este contexto, la autora analiza el marco institucional para la estabilidad monetaria y presenta con detalle los argumentos en favor de la independencia de los bancos centrales respecto al poder ejecutivo haciendo referencia particular al modelo alemán y al modelo del área euro. Todo ello sin olvidar la necesaria vinculación entre independencia y transparencia en la ejecución de la política monetaria del banco central.

Particularmente interesante resulta el análisis sobre si debe o no existir una separación entre la función de banca central en su vertiente de política monetaria y la supervisión prudencial. La autora nos recuerda que no existe un modelo único que pueda ser considerado óptimo con carácter universal y que el contexto legal, histórico y político explica las diferencias entre los distintos modelos institucionales en los distintos países. Las implicaciones de la elección del modelo de supervisión financiera son analizadas también desde el punto de vista de la gestión de crisis bancarias y, en particular, la cuestión de la asimetría de información entre el banco central como prestamista de última instancia y el supervisor prudencial a la hora de distinguir entre un problema de iliquidez y de insolvencia.

La segunda parte del libro está dedicada a la Unión Monetaria Europea y la arquitectura de la regulación y supervisión financiera en Europa. Esta parte comienza con una referencia histórica del proceso de integración económica en Europa. La Dra. LASTRA se concentra en la adopción del euro y la política monetaria única que han constituido la mayor cesión de soberanía que los países integrantes han realizado en tiempo de paz en Europa y cuyo último objetivo, como destaca la autora, es la unión económica. El Tratado de la Unión Europea (Versión Consolidada del Tratado de la UE. Diario Oficial de las Comunidades Europeas 2002/C 325/01) es la referencia básica de esta parte del libro en la que se presentan las instituciones de la Unión Monetaria Europea, en particular, el Sistema Europeo de Banco Centrales, y la coordinación de políti-

cas económicas en el área euro. La primera cuestión que resalta la Dra. LASTRA al respecto, es la tensión derivada de la asimetría entre la política monetaria (centralizada) y la política fiscal (descentralizada) así como entre la política monetaria y la regulación y supervisión financieras (descentralizadas).

Esta parte del libro dedicada a la Unión Monetaria suscita dos cuestiones: ¿cuál es el papel de los bancos centrales nacionales?, ¿quién es responsable de la política cambiaria del euro? Para dar respuesta a la primera cuestión, la autora establece la analogía con el Sistema de la Reserva Federal de los EEUU para explicar la dualidad de funciones de los bancos centrales nacionales que, en determinados casos contemplados en los Estatutos que rigen el Sistema Europeo de Bancos Centrales, actúan como parte del mismo (*v. gr.*, la implementación de la política monetaria) y que, en el resto de los casos, lo hacen de forma independiente del Banco Central Europeo.

Respecto a la segunda cuestión, la Dra. LASTRA es inequívoca: La ambigüedad con la que el Tratado de la Unión Europea en su artículo 111 se refiere a la política cambiaria es un ejemplo de la ambigüedad con la que las leyes monetarias, con carácter general, se refieren a la dimensión externa de estabilidad monetaria. Más concretamente, en el caso europeo, la política cambiaria es una responsabilidad compartida entre el Consejo y el Banco Central Europeo. La autora se refiere a esta provisión del Tratado como el “resultado de una calculada ofuscación con propósitos políticos” y señala la inconsistencia que supone conceder la independencia del poder ejecutivo al Sistema Europeo de Bancos Centrales para la ejecución de la política monetaria en el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios (estabilidad monetaria interna) y, al mismo tiempo, dejar la elección del sistema cambiario (fijo, flotante o de flotación “sucia”) al poder político (estabilidad monetaria externa).

Los dos últimos capítulos de esta segunda parte están dedicados a la supervisión prudencial, la función de prestamista de última instancia y a la arquitectura de la regulación financiera en la Unión Europea. La autora caracteriza esta última por tres principios: descentralización de las competencias en esta materia que se ejercen a nivel nacional; cooperación entre reguladores y supervisores en el seno de los comités y segmentación sectorial de los mismos. De nuevo, esta vez en el ámbito de la regulación y supervisión prudencial financiera, la autora pone de manifiesto la tensión entre la política monetaria centralizada y la supervisión prudencial descentralizada en el área euro. Esta tensión es potencialmente más peligrosa ante la posibilidad de crisis bancarias cuando las asimetrías de información entre banco central y supervisor prudencial se hacen más obvias. Con el fin de reducir dicha tensión y los potenciales conflictos que de ella se derivan, la autora propone la creación de un Comité Permanente de Crisis en Europa que coordine la acción de los bancos centrales (incluido el

Banco Central Europeo), los supervisores prudenciales y los Ministros de Finanzas de los Estados Miembros y en el que, además, esté representada la Comisión Europea.

La última parte del libro está dedicada al sistema monetario en el ámbito internacional. Esta parte empieza con un repaso histórico cuyo origen es el establecimiento del patrón oro al final del siglo XIX, sigue con el análisis de los acuerdos de Bretton Woods firmados sólo meses antes de finalizar la Segunda Guerra Mundial y las instituciones que nacieron de estos acuerdos: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, y finaliza con las razones que explicaron la ruptura de los mismos, y el nacimiento de un nuevo sistema monetario internacional bajo el régimen de tipos de cambio flotantes. En este marco, la autora analiza los desafíos a los que se enfrenta el Fondo Monetario Internacional (“la institución internacional por excelencia”) como garante de la estabilidad financiera y, más concretamente, en la prevención y resolución de crisis financieras internacionales.

En el último capítulo del libro dedicado a la arquitectura financiera internacional, la Dra. LASTRA hace un análisis crítico del proceso de creación de los estándares internacionales en el ámbito de la regulación financiera. Estos estándares o recomendaciones (traducción libre del término *soft law*) han sido desarrollados en buena parte por comités de reguladores y supervisores financieros así como expertos de los bancos centrales y asociaciones profesionales de ámbito internacional. El Comité de Supervisores Bancarios de Basilea es un buen ejemplo y sus Principios Básicos de Supervisión Bancaria constituyen un estándar internacional de buenas prácticas de supervisión prudencial. La autora analiza el papel del Fondo Monetario Internacional en el seguimiento del cumplimiento de dichas recomendaciones en el contexto de la arquitectura financiera internacional.

En cuanto a la presentación, estructura y contenido de este libro, me gustaría comentar brevemente algunos aspectos que hacen del mismo una formidable obra de consulta. La obra está estructurada de forma lógica y presentada de forma didáctica desde el principio al fin y ello es de gran ayuda para su comprensión. Los índices son muy detallados lo que permite al lector una búsqueda rápida de la materia de su interés. El libro cuenta, además, con una representativa tabla de casos legales. Las referencias legislativas son extensas y están clasificadas en tres grandes grupos: legislación internacional; legislación europea así como reglamentos, estatutos, decisiones y resoluciones de organizaciones internacionales y otros foros internacionales. Además, en la amplia bibliografía se citan numerosos libros y artículos relevantes sobre las materias tratadas. Por esta razón, este libro constituye una valiosa fuente de referencias para los estudiosos de la legislación en materia monetaria y financiera.

La descripción del libro de la Dra. LASTRA que acabo de realizar es sólo un breve resumen del mismo con el que espero haber transmitido la idea de que se trata de una importante contribución a la relativamente escasa literatura sobre legislación financiera y monetaria en la que se combina no sólo un profundo conocimiento jurídico de la materia, sino también de su contexto económico e histórico. Se trata en definitiva, de un libro de consulta imprescindible para académicos y responsables de política económica en el ámbito de la estabilidad financiera doméstica e internacional que, además, dado el carácter didáctico con el que la autora realiza sus descripciones y análisis de estas materias, resultará muy útil para aquellos que las estudian por primera vez.

*María Jesús Nieto Carol*