# ÍNDICE

Página

— Aníbal Sánchez Andrés (In Memoriam) . . . . . 5

## ARTÍCULOS

— El contrato de renting. *Nemesio Vara de Paz* . . . . . 11

— La internacionalización de los mercados de valores y la lucha contra los abusos de mercados transfronterizos. *Esther Hernández Sainz* . . 47

— Organización de las empresas de servicios de inversión conforme a la disciplina jurídica bancaria. *Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda* . . . 143

## CRÓNICA

— El control de contenido de las cláusulas de morosidad en las operaciones comerciales. *Klaus Jochen Albiez Dohrmann* . . . . . 209

— Bases y directrices para la regulación del factoring en la República Argentina. *Héctor Alegría y Carlos A. Molina Sandoval* . . . . . 239

## JURISPRUDENCIA

— De nuevo y hasta cuando, ¿qué son las cajas de ahorros? *Juan Sánchez-Calero Guilarte* . . . . . 281

Página

# NOTICIAS


1. La actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo: Ley 11/2006. *Alberto Javier Tapia Hermida* . . . . . 303
2. EE.UU.: sobre la ampliación de la responsabilidad derivada de los fraudes societarios. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* . . . . . 307
3. Limitación por el Tribunal Supremo alemán de la responsabilidad del auditor de cuentas. *Christi Amesti Mendizábal* . . . . . 310
4. Novedades sobre medidas contra el blanqueo de capitales. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* . . . . . 311
5. El mercado alternativo bursátil. *Alberto Javier Tapia Hermida* 315
6. Aprobada la Directiva que refunde el régimen legal en materia de actividad de entidades de crédito. *Fernando Barco* . . . . . 318
7. Discrepancias en cuanto al tratamiento de los "whistleblowers". *Juan Sánchez-Calero Guilarte* . . . . . 318
8. Novedades sobre las privatizaciones en España. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* . . . . . 321
9. La reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 12/2006. *Alberto Javier Tapia Hermida* . . . . . 322


# BIBLIOGRAFÍA


Bibliografía . . . . . 327

# ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS
# (IN MEMORIAM)

El pasado día 21 del presente mes de agosto, en que escribo estas líneas, falleció de forma repentina a la edad de 64 años el profesor Aníbal Sánchez Andrés, catedrático de Derecho mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid, quien junto a una muy amplia producción bibliográfica, de alta calidad, ha dejado un extraordinario ejemplo de vida y, de manera especial, de dedicación a la enseñanza.

En esta nota, escrita con el dolor y el sentimiento de la pérdida del muy querido amigo y compañero, no puedo detenerme en la exposición de su amplia tarea. Si se acude a la página *web* correspondiente de la Facultad de Derecho de la UAM puede verse, junto a la fotografía del Profesor Sánchez Andrés, una breve reseña sobre él, más el reenvío al *curriculum vitae* detallado, que al abrirlo se extiende a lo largo de cerca de veinte páginas, que exponen su labor en la Universidad, referencia ésta que comprende sus tareas en varias universidades, y fuera de ella.

Quisiera referirme, en primer lugar, a la pérdida que representa el fallecimiento del Profesor Sánchez Andrés para los estudiosos del Derecho mercantil cuando, con una base admirable de conocimientos y una amplísima labor, había llegado a un período en que su experiencia y su serena madurez podían servir no simplemente para completar su magnífica labor en la enseñanza y en el estudio del Derecho mercantil, sino también para el progreso de nuestro ordenamiento jurídico. Hará un año que se incorporó como vocal de la Comisión General de Codificación, la cual tiene, entre otras tareas pendientes, la revisión de nuestro ordenamiento de las sociedades. Dentro de esa labor se encuentra la formulación de un régimen especial para las grandes sociedades, de modo particular las sociedades cotizadas, y Aníbal Sánchez Andrés, como miembro y Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre los años 1988 y 1996, tuvo un protagonismo de primer orden, desde la promulgación de esa Ley en 1988, respecto a la redacción de las normas que constituyen su amplio desarrollo reglamentario. Esa experiencia y autoridad habrían sido factores importantes a la hora de la revisión del régimen sustantivo de las sociedades cotizadas. Aun cuando lo cierto es que nos deja muy extensas enseñanzas en sus escritos, en ese campo y en otros.

Precisamente un aspecto al que quisiera hacer referencia, sin poder entrar en el detalle del alcance de sus trabajos, es su importante aportación al Derecho

de sociedades, tanto en sus libros como en sus artículos. Respecto a éstos he de recordar que el profesor Sánchez Andrés prestó una destacada atención a los problemas en torno a las grandes sociedades y que nos honró con la publicación de una parte de sus artículos en esta Revista, y así quiero recordar, sin la garantía de que pueda omitir algunas publicaciones como "La admisión de valores a cotización oficial" (n.º 5, 1982, pp. 79 y ss.); "La reforma del mercado de valores español: algunas claves orientadoras" (n.º 37, 1990, pp. 11 y ss.); "Razones y problemas de la reforma proyectada de la Ley del Mercado de Valores" (n.º 62, 1996, pp. 357 y ss.); "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma del mercado de valores dignas de comentario" (n.º 71, 1998, pp. 839 y ss.); "Nueva legislación del mercado de valores (observaciones preliminares al Anteproyecto de 1985" (n.º 73, 1999, pp. 67 y ss.); "La protección del inversor y el fondo de garantía de inversiones" (n.º 75, 1999, pp. 111), y "Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión" (n.º 99, 2005, pp. 7 y ss.).

Por otro lado, no quisiera dejar de hacer referencia en esta nota a un aspecto personal, que es el relativo a cuando comencé a mantener una amistad que ha perdurado hasta su fallecimiento. Empecé a tratar al profesor Sánchez Andrés hacia 1968 cuando llegó a Bilbao como catedrático de Derecho mercantil de la Escuela de Altos Estudios Mercantiles y me encontraba entonces también en Bilbao explicando esa misma asignatura en la Facultad de Ciencias Económicas y Comerciales. Facultad que, dicho sea incidentalmente, durante sus primeros años (1955-1964) había vivido bajo la hospitalidad del edificio de la propia Escuela de Altos Estudios, hasta que la Facultad pudo tener una hermosa casa propia. Pero es lo cierto que por estas razones tradicionales de vecindad, y también por la conexión de algunas de las materias que se explicaban en uno y otro Centro, se había creado una relación de colaboración más o menos intensa entre sus profesores, lo que se produjo de forma natural en nuestro caso. Es cierto, no obstante, que conocía a Aníbal con anterioridad por sus publicaciones y por las elogiosas referencias que me había hecho el profesor Aurelio Menéndez de algunos de sus discípulos en la Universidad de Salamanca, entre los que se encontraba Aníbal, lo que ocasionó que nos viéramos en alguna ocasión. Pero el mayor trato con el profesor Sánchez Andrés, que permitió el nacimiento de una relación de intenso afecto personal, surgió a partir de su estancia en Bilbao, que al propio tiempo me hizo percibir su valía como estudioso y fino jurista, en especial por las conversaciones que manteníamos y también por la factura de algún trabajo en colaboración.

Su estancia en Bilbao duró un tiempo relativamente breve, de 1968 a 1970. En este último año se le presentó la oportunidad de venir a trabajar a Madrid para proseguir su carrera universitaria junto a los maestros Uría y Menéndez, cuando éste era Decano de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid. Me habló de esa posibilidad y, sin dejar de manifestarle que echaría

en falta su ausencia, le animé diciéndole que sin duda debía seguir ese camino, que él decididamente quería recorrer, lo que hizo con pleno éxito, al llegar a obtener, con los tiempos lentos y las dificultades que entonces existían, la cátedra en esa Facultad e incluso el decanato de la misma, siguiendo los pasos de su maestro.

Luego vino su brillante labor en la CNMV y su tarea como joven maestro en la Universidad Autónoma de Madrid, hasta que un día de este mes la muerte, que como nos dice la Escritura llega como un ladrón, puso fin a esa tarea, pero no a los sentimientos afectuosos de estima y de admiración de los que tuvimos la fortuna de ser sus amigos. Además, a todos nos dejó su ejemplo y sus enseñanzas.

*Fernando Sánchez Calero*

# Artículos

# EL CONTRATO DE RENTING

NEMESIO VARA DE PAZ

*Profesor Titular de Derecho Mercantil*
*Universidad Complutense de Madrid*

## SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. CONCEPTO.
III. NATURALEZA Y RÉGIMEN JURÍDICO.
IV. ELEMENTOS.

**1. Personales.**
**2. Reales.**
**3. Formales.**
**4. Temporales.**

V. CONTENIDO.

**1. Obligaciones del arrendador.**

A) La entrega.
B) El servicio de mantenimiento.
C) Garantizar el goce pacífico.
D) El saneamiento.

**2. Obligaciones del arrendatario.**

VI. EXTINCIÓN DEL CONTRATO.
VII. SITUACIONES CONCURSALES.

## I. INTRODUCCIÓN

En el ámbito del Derecho privado, en el que ahora nos movemos, hay pocos estudios sobre el renting, tanto en el Derecho comparado como en el Derecho español. Tanto en el Derecho italiano como en el Derecho alemán, que son dos ordenamientos que siempre nos han servido de referencia en el ámbito europeo, el estudio de esta figura, contemplada bajo distintas denominaciones, se hace de forma breve en los estudios sobre el leasing. Hay muy pocos trabajos que de forma específica se refieran a ella, en el ámbito del Derecho sustantivo. En la doctrina italiana se suele utilizar la denominación de renting, equiparable al leasing operativo. Por el contrario, en la doctrina alemana no hemos visto utilizar tal denominación, por lo que habría que reconducir la figura del renting a las incursiones que se hacen sobre el leasing operativo y el leasing de fabricante, partiendo siempre, como sucede con carácter general, de que se trata de un arrendamiento (1).

(1) Así, en Italia, RUOZI/MOTTURA/CARRETA, *Leasing 80*, Varese, 1977, pp. 7 y 8, señalan que la única diferencia apreciable entre leasing operativo y renting reside en la naturaleza de las empresas que los practican. Las empresas de leasing operativo son normalmente las mismas productoras de los bienes, mientras que las empresas de renting adquieren, a su vez, los bienes que arriendan, constituyendo un parque de maquinaria a veces basto y simplificado. En el mismo sentido, ya anteriormente FOSSATI, G., *El leasing. Moderna tecnica di finanziamento alle imprese*, Milán, 1973, pp. 13 a 18. En el Derecho alemán, se refiere al leasing operativo, por ejemplo, GRAF VON WESTPHALEN, F., *Der Leasinvertrag*, Colonia, 1987, pp. 10 a 12, 360 y 361. PAPAPOSTOLOU, N., *Die Risikoverteilung beim Finanzierungsleasingvertrag über bewegliche Sache*, Munich, 1987, pp. 28 a 30, distingue entre leasing operativo y leasing de fabricante o distribuidor. GITER, W., *Gebrauchsüberlassung-verträge*, Tubinga, 1988, pp. 282 y ss. y 351 y ss., distingue también entre leasing operativo y leasing de fabricante o distribuidor. MARTINEK, M., *Moderne Vertragstypen. Leasing und Factoring*, Munich, 1991, pp. 53 a 55. LEIBLE, S., "Finanzierungsleasing und arrendamiento financiero", en *Eine rechtsvergleichende Untersuchung zum finanzierungsleasing beweglicher Anlagegüter in Deutschland und Spanien*, Berlín, 1996, pp. 39 a 41 y 208 a 210, distingue también, entre otras formas, entre leasing operativo y leasing de fabricante.

En el Derecho español nos sobran los dedos de una mano para contar los trabajos dedicados al renting, insisto, en el ámbito del Derecho privado (2). Sólo se hacen referencias, de pasada, al renting en los trabajos sobre el contrato de leasing. Sí que hay numerosos estudios breves, publicados, principalmente, en revistas de carácter económico, que versan sobre aspectos económicos, contables, fiscales y hasta sociológicos del renting (3).

Todo lo anterior tiene una explicación. No existen estudios de relieve en el ámbito del Derecho privado, seguramente porque no se consideran necesarios, ya que el renting no es una nueva figura jurídica, no es un nuevo tipo de contrato, es un contrato muy antiguo, sencillamente porque es un arrendamiento de cosas, que es una figura jurídica muy elaborada tanto legal como doctrinalmente. Por esta razón, los estudios de Derecho privado que hay sobre el renting —y éste no será una excepción— necesariamente son poco novedosos. Tienen que limitarse a reproducir el esquema legal del arrendamiento y a comentar el clausulado de los formularios, destacando, a veces, como especialidades del renting, cuestiones que no lo son desde el punto de vista jurídico-sustantivo, ya que sólo se pueden considerar como verdaderas especialidades en relación con los aspectos económicos, contables, fiscales o sociológicos, campos que, en principio, nos son ajenos.

---

Mención aparte merece el libro de CARRETA, A./FIORDELISI, F., *Il leasing operativo*, Roma, 2000, donde se estudia la figura del leasing operativo que se puede equiparar al renting, en un trabajo de más de trescientas páginas, en los Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Alemania. Se trata de un libro en el que predominan los aspectos económicos, contables y fiscales con poca construcción jurídica de carácter sustantivo, como ya sucede en alguno de los ordenamientos que examina. Así, refiriéndose en la p. 27 a los Estados Unidos, señala que los operadores estadounidenses no tienen interés en calificar conceptualmente las operaciones como pertenecientes a la esfera del leasing financiero o bien operativo. Y en la p. 159, al referirse al Reino Unido, nos dice que desde el punto de vista legal los términos *leasing*, *hiring* y *renting*, ampliamente utilizados por los operadores para describir tipologías de contratos de arrendamiento con características diferentes, no tienen un significado preciso en el ordenamiento británico.

En cualquier caso, la bibliografía del Derecho comparado hay que utilizarla con mucha precaución, pues bajo expresiones o denominaciones iguales se esconden, a veces, figuras con contenidos diferentes.

(2) Dejamos ahora fuera el renting de automóviles, sobre el que hay una legislación de carácter, fundamentalmente, administrativo, lo que ha propiciado trabajos de mayor alcance. Puede citarse aquí la obra de DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de automóviles*, Murcia, 1979 y el libro de MACÍAS CERROLAZA, M., *El arrendamiento de automóviles*, Madrid, 2001.

(3) Dentro de los trabajos de carácter económico, si bien con ciertas incursiones en lo jurídico, hay que citar la Tesis Doctoral de MARTÍN MARTÍNEZ, A., *La transición del Leasing Financiero-Leasing Operativo-Renting. ¿Una consecuencia de las medidas de política económica? El caso del sector automovilístico en España: 1981-2000*, Madrid, 2002.

En resumen, el renting no es un nuevo contrato que, por ello mismo, merezca especial atención. Se trata de una denominación seguramente sugerente para el marketing [4], pero que a los privatistas no les debe impresionar ni confundir y, de hecho, no los ha confundido. Si es un verdadero arrendamiento, no se pueden considerar como especialidades jurídicas cuestiones que no lo son. Muchas veces se trata de un lenguaje económico que no justifica crear falsas diferencias jurídicas. Otras veces se destacan aspectos de la estructura del contrato que no cambian su calificación jurídica como arrendamiento, por no afectar a los elementos esenciales de este contrato o porque, como hemos visto, se trata de cuestiones que pueden tener su especificidad en el ámbito tributario, económico o contable pero que no modifican el contorno de la figura como arrendamiento.

Finalmente, aunque es poco frecuente, en ocasiones, se le da el nombre de renting al contrato que es un leasing financiero, esto es, un verdadero leasing. En este caso, sencillamente, no hay renting, sino leasing financiero, este último sí un verdadero nuevo contrato por ser un contrato atípico [5].

## II. CONCEPTO

Dejando de lado el supuesto en que el renting se equipara al leasing financiero, ya que este último tipo contractual no es ahora objeto de nuestro estudio, partimos de que el renting es un contrato de arrendamiento mediante el que se cede el uso de un bien a cambio de un precio cierto (artículo 1543 del Cc), siendo esas dos las únicas prestaciones esenciales del contrato. Lo que nos interesa destacar aquí ahora es que estamos ante un contrato bilateral mediante el que lógicamente se establecen relaciones jurídicas entre las dos partes del contrato, a saber, el arrendador o compañía de renting y el arrendatario o usuario, lo cual no impide que, en última instancia, en virtud de este contrato, una de

---

[4] A ello creemos que se refiere MARTÍNEZ GIL, C., "Cómo gestionar el renting de vehículos", *Estrategia Financiera*, 183, 2002, p. 47.

[5] De acuerdo con lo dicho, no creemos que el renting se pueda incluir dentro de los "nuevos tipos contractuales". Expresarse de esta forma sería correcto en el caso del leasing financiero pero no en el caso del renting, porque éste, como hemos indicado, no es un nuevo contrato, sino todo lo contrario, un contrato viejo por ser un contrato de arrendamiento. Parece tener distinta opinión MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", en *Instituciones del Mercado Financiero. Contratos Bancarios*, vol. II, *Operaciones de activo y pasivo*, Dirs. Julián Martínez-Simancas Sánchez y Alberto Alonso Ureba, Madrid, 1999, p. 859.

las partes, el arrendatario, pueda entablar relaciones jurídicas con terceros a los efectos, por ejemplo, de poder exigir los derechos que conlleva la garantía del producto o la reparación o mantenimiento del bien arrendado de quien corresponda (6).

Por otro lado, como en todo arrendamiento, el renting puede ser un arrendamiento sin opción de compra o con opción de compra (7), y como en todo

(6) La posibilidad de que el usuario pueda exigir los derechos de garantía del fabricante, a través de una autorización de la empresa de renting, viene recogida expresamente en la Condición General Segunda del formulario de Hispamer Auto-Renting, S.A., donde se señala que "...El vehículo está cubierto única y exclusivamente, por la garantía otorgada por el fabricante del mismo [...] HISPAMER autoriza a el/los ARRENDATARIO/S a ejercitar frente al fabricante la titularidad de los derechos relativos a dicha garantía con excepción de la acción de resolución de la compraventa". También por la vía contractual, el usuario puede exigir del fabricante o un tercero que a ello se hubieran obligado los servicios de reparación o mantenimiento. En este sentido señalan GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", en *Financiación y garantías de la contratación mobiliaria*, Madrid/Barcelona, 2002, p. 101: "Se suele suscribir (en operaciones distintas al *renting* de vehículos) con carácter simultáneo a la operación un contrato de mantenimiento con el proveedor o fabricante (o con un tercero cuya actividad sea el mantenimiento de la clase de bienes que en cada caso se arrienden). En virtud de este contrato, el arrendador cumple la obligación (natural) de mantenimiento de la cosa, obligación que le es propia de acuerdo con las normas aplicables a los contratos de arrendamiento, de acuerdo con nuestro Código Civil...". La acción del arrendatario frente a un tercero para exigir el servicio de mantenimiento se daría tanto si quien ha contratado ese servicio es el arrendador como si es el arrendatario. Así, al servicio de mantenimiento contratado por el arrendador se refieren las Condiciones Generales del Formulario Hispamer Auto-Renting S.A., que en su cláusula décima referida al servicio de asistencia en carretera señala: "HISPAMER podrá a petición de el/los ARRENDATARIO/S subcontratar un servicio de asistencia en carretera. Debido a dicha subcontratación HISPAMER no se responsabiliza de ningún tipo de servicio adicional que no se encuentre comprendido entre los contratados con la compañía en cuestión, a la que deberá dirigirse el/los ARRENDATARIO/S, en caso de inmovilización por siniestro, necesidad de grúa y ayuda en carretera".

El servicio de mantenimiento también puede ser contratado por el arrendatario. Así la SAP de La Coruña de 30 de julio de 2004, en el Fundamento de Derecho Segundo, nos descubre un supuesto de hecho en el que las partes celebran el contrato de renting y en el anexo a la póliza de este contrato de renting se celebra otro contrato de mantenimiento entre el servicio técnico y el arrendatario: "...en las condiciones particulares (o 'anexo' a la póliza) del contrato de arrendamiento de bienes muebles suscrito entre las partes de este procedimiento y que constan en el folio 6 de estos autos, se ha pactado expresamente que el contrato de mantenimiento del bien arrendado 'será suscrito directamente entre el arrendatario y el servicio técnico en el plazo de cinco días a contar desde la fecha de firma del presente contrato'. De esta forma la responsabilidad por los posibles incumplimientos de las prestaciones derivadas de este contrato de asistencia técnica es directamente exigible a quien se obliga contractualmente a prestarlo".

(7) En este sentido no se puede compartir la afirmación de aquellos que consideran que en el renting no puede figurar una opción de compra a ejercitar al final del período contractual. Se pronuncian en este sentido: BROSETA PONT M./MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, vol. II, Madrid, 2005, p. 267; PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J.L.,

arrendamiento, con base en el principio de autonomía de la voluntad, los servicios de mantenimiento y gestión —así como los riesgos— pueden recaer total o parcialmente sobre cualquiera de las partes contratantes, si bien en el contrato conocido como renting suelen recaer sobre el arrendador. En cualquier caso, estas prestaciones pueden ser consideradas como principales o fundamentales pero nunca son esenciales para conceptuar el contrato de arrendamiento, y además son distribuibles por las partes con base en el principio de autonomía de la voluntad siempre que tal distribución no se considere abusiva. Por el hecho de que en el renting la distribución de prestaciones no esenciales se suela configurar de una determinada forma, que por lo demás ofrece variantes, no podemos decir que el renting es una modalidad de arrendamiento, en cuanto la

---

"Arrendamientos Mercantiles", en Jiménez Sánchez, G.J., *Derecho Mercantil.* IV. "Títulos-valores", V. "Obligaciones y contratos mercantiles", VI. "Derecho concursal mercantil" y VII. "Derecho de la navegación", Madrid, 2005, p. 564; FERNÁNDEZ INGLÉS, J., *El Renting de Bienes Muebles*, Madrid, 1998, p. 24; CANO RICO, J.R., *Manual práctico de contratación mercantil"*, tomo I, *Contratos mercantiles en general*, Madrid, 1999, p. 823; CRUZ RAMBAUD, S./VALLS MARTÍNEZ, M. C., "Análisis de la operación de renting. Cálculo del coste efectivo financiero-fiscal", *Actualidad Financiera*, 1999, 4, p. 64. La anterior opinión se ve corregida por la práctica, donde hay anuncios de empresas del sector, así como formularios de contratos en los que expresamente se admite la opción de compra. Por ello son más correctas las afirmaciones de aquellos autores que distinguen entre renting con opción de compra y sin opción de compra. Vid. en este último sentido: ASTORGA SÁNCHEZ, J.A., "El renting: aspectos fiscales y contables", en *Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad*, 31, 1991, pp. 72 y ss.; id., "Novedades en la contabilización de las operaciones de renting", en *Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad*, 48, 2002, pp. 46 y ss.; DE ROJAS SÁNCHEZ, J., "Tratamiento contable y fiscal en una operación de renting. Características del contrato", en *Estrategia financiera*, 216, 2005, pp. 60 a 65. Estos autores parten de que el renting puede ser con opción de compra y sin opción de compra. Lo único que sucede es que se utiliza más frecuentemente el renting sin opción de compra porque tiene más ventajas fiscales y porque desde el punto de vista contable esta modalidad es más fácil de registrar. Para mayores matizaciones sobre estas cuestiones vid. RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., *El régimen tributario del leasing y del renting con finalidad financiera*, Madrid/Barcelona, 2000, pp. 166 y ss., 247 y 248, y ASTORGA SÁNCHEZ, J.A., "El registro de las operaciones de renting", *Técnica contable*, 676, 2005, pp. 6 y ss.

Por otra parte, no creemos que la incorporación de la opción de compra pueda plantear ningún problema de confusión con el leasing financiero, porque, como veremos, lo que caracteriza a este último contrato no es fundamentalmente la opción de compra. Sin embargo, esta cuestión le genera dudas a MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting...", cit., pp. 906 a 908, cuando señala que: "Aunque la opción de compra no determina necesariamente el carácter financiero del arrendamiento, lo cierto es que su eliminación del contrato despeja muchas dudas en cuanto a su posible interpretación como contrato financiero [...], por lo que no es aconsejable definitivamente la incorporación al *renting* de la opción de compra por parte del usuario, a menos que el contrato se configure específicamente como financiero por una entidad a la que estén permitidas las referidas operaciones". También en esta línea, a nuestro juicio erróneamente, RODRÍGUEZ MÁRQUEZ, J., *El régimen tributario del leasing y del renting...*, cit., p. 69, señala que si al contrato se le incorpora una opción de compra, el contrato no será un renting, sino un leasing financiero u operativo, según los casos.

redistribución libre entre las partes de las prestaciones no esenciales deriva del concepto mismo de arrendamiento [8].

[8] Como se señala en el texto, los servicios de mantenimiento y de gestión suelen recaer sobre el arrendador; sin embargo cabe la posibilidad de pactar algo distinto en el contrato. Vid. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit. p. 101. En este sentido, por ejemplo, en el Anexo a un formulario de Hispamer Renting se contempla este tipo de operación en la que no se incluye servicio de mantenimiento a cargo del arrendador: "El arrendatario asume la obligación de conservar en buen estado los bienes arrendados, y a tal efecto se obliga a suscribir y mantener en vigor y a su exclusivo cargo durante todo el período de arrendamiento un contrato de reparación y mantenimiento con el Fabricante o cualquier empresa de servicios de mantenimiento de reconocida capacidad técnica que realizará el mantenimiento, entretenimiento y reparaciones necesarias para mantener el bien arrendado en estado normal de uso". "Con la obligación asumida expresamente por el ARRENDATARIO de acuerdo con lo pactado en los párrafos anteriores, HISPAMER RENTING S.A. queda expresamente exonerada, por acuerdo de las partes, del cumplimiento de la obligación que le corresponde como arrendador en virtud de lo dispuesto en el artículo 1554.2 del Código Civil, y por tanto de cualquier responsabilidad derivada de un defectuoso funcionamiento del bien arrendado como consecuencia de una prestación deficiente o inexistente del servicio de mantenimiento y reparaciones". "Como consecuencia de todo lo anterior, la falta de uso del bien arrendado por motivo de reparaciones o de cualquier otra causa no eximirá en ningún caso al ARRENDATARIO de atender el pago de la renta mensual a su vencimiento". En otros casos se establece la misma solución, haciendo expresa mención de que el bien está cubierto exclusivamente por la garantía del fabricante. Esta es la solución que se da en las condiciones generales del formulario de Hispamer Auto-Renting, S.A.: "...el vehículo está cubierto única y exclusivamente, por la garantía otorgada por el fabricante del mismo. En su consecuencia no podrá exigirse a HISPAMER ninguna garantía o responsabilidad distinta ni daños o perjuicios o lucro cesante aunque fuera por vicios ocultos del vehículo susceptibles de afectar a su funcionamiento...".

Por ello, no creemos que sea un requisito esencial del concepto del llamado contrato de renting el que el arrendador deba responder del mantenimiento integral —y ni siquiera parcial— del objeto del contrato. En sentido contrario BROSETA PONT, M./MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil*, cit. p. 267, señala que el renting presupone un puro servicio asimilable al arrendamiento, con ciertas especialidades, como es la de incluir necesariamente el mantenimiento integral del objeto del contrato. Según PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios en Derecho mercantil. Contrato de factoring, contrato de renting, contrato de suministro, contrato estimatorio", en *Contratos mercantiles especiales*, dir. Alfonso Villagómez Rodil, Madrid, 1997, pp. 299, 300: "Es consustancial al contrato de renting el que el arrendador se haga cargo del mantenimiento de los equipos, afrontando los gastos de mantenimiento, seguros e impuestos. Tal obligación conlleva la reparación del bien cedido o su reemplazo por otro similar, de modo definitivo o mientras dura el arreglo del primero". En sentido parecido se han pronunciado, entre otras, las siguientes sentencias: a) la Sentencia de la Audiencia Provincial de Sevilla de 6 de septiembre de 2004, en su Fundamento de Derecho Segundo: "Respecto de los gastos de conservación y de sustitución de los bienes arrendados ha de tenerse en consideración que es consustancial al contrato de renting la asunción por el arrendador de los gastos necesarios para mantener los bienes cedidos en perfecto uso, de tal modo que los gastos de mera conservación y de los de sustitución de los bienes que no permitan el uso correcto y señalado en contrato corresponden al arrendador; y ello por ser de propia esencia del contrato de renting, so pena de desnaturalizar la figura que surge por la necesidad del empresario de contar con medios de producción que no desea comprar ni conservar, contratando meramente su uso y conservación

El renting, desde el punto de vista jurídico no presenta diferencia alguna con el llamado *leasing operativo*, ambos son arrendamiento de cosas. Las diferencias entre uno y otro son extrajurídicas (9) y, por lo tanto, desde el punto de vista del Derecho sustantivo esta es un terminología que no debemos tener en cuenta y que el legislador privado nunca debe asumir, como así ha sucedido hasta el momento. Se trata nuevamente de una terminología económica que debe ser desatendida por el Derecho privado porque con ella se quieren crear dos realidades distintas que nos confunden, en cuanto, al menos en un primer momento, nos incita a que nos preguntemos si estamos ante dos contratos distintos, cuando en realidad no es así. Siempre se trata de un contrato de arrendamiento de cosas. Si el arrendador es el propio fabricante de los productos se habla de leasing operativo, mientras que si el arrendador adquiere las cosas para arrendarlas se dice que hay un renting (10). Si esto es así, y creemos que al menos en esencia lo es, no tendría sentido que estas denominaciones que pueden ser

---

con un tercero, correspondiendo sólo al arrendatario el mero mantenimiento (gastos corrientes) de los equipos, pero siempre igualmente a costa del arrendador". b) La SAP de Asturias de 13 de julio de 2004, en su Fundamento de Derecho Segundo: "Con términos de la sentencia del TS de 10-4-1981, en el renting o leasing operativo la entidad arrendadora afronta el riesgo técnico prestando los servicios de mantenimiento y asistencia". c) La SAP de Asturias de 29 de abril de 2004, en su Fundamento de Derecho Segundo: "En el caso de la litis, basta examinar las cláusulas de los contratos concertados para llegar a la conclusión de que estamos ante un contrato de renting y al que, como ya expusimos, es consustancial el que el arrendador se haga cargo del mantenimiento de los equipos, afrontando los gastos que ello conlleva, además de seguros e impuestos, obligación que conlleva la reparación del bien cedido...". d) La SAP de Navarra de 28 de septiembre de 2000, en su Fundamento de Derecho Cuarto: "Sabido es que el contrato de renting carece de regulación en nuestro ordenamiento jurídico, si bien resulta indudable su enorme similitud con el arrendamiento de cosas. Ello determina que sea consustancial a tal figura el que el arrendador se haga cargo de la obligación de mantenimiento del bien arrendado, por lo que no cabe admitir una cláusula en cuya virtud se exonere al arrendador de dicha obligación". e) La Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Santander de 31 de mayo de 2003 en su Fundamento de Derecho Quinto: "Como ya se indicó anteriormente es consustancial al contrato de renting la asunción por el arrendador de los gastos necesarios para mantener los bienes cedidos en perfecto uso, de tal modo que los gastos de mera conservación y los de sustitución de los bienes que no permitan el uso correcto y señalado en contrato corresponden al arrendador; y ello, reitero, por ser de propia esencia al contrato de renting, so pena de desnaturalizar tal figura".

(9) CUESTA RUTE, J. M., "Reflexiones en torno al leasing", *RDM*, 118, 1970, pp. 536 a 540.

(10) GUTIÉRREZ GILSANZ, A., *Defensa del usuario en el leasing financiero mobiliario*, Madrid, 2003, p. 34. GALLEGO SÁNCHEZ, E., *Contratación Mercantil*, vol. II. *Contratación bancaria*, Valencia, 2003, p. 1209. RODRÍGUEZ MATEOS, P., *El contrato de leasing mobiliario internacional*, Madrid, 1977, pp. 52 a 54. CUESTA RUTE, J.M., "Reflexiones en torno al leasing", cit., p. 538.

Otros autores equiparan sin más el leasing operativo al renting: FERNÁNDEZ INGLÉS, J., *El renting de bienes muebles*, cit., prólogo; CORTÉS, L.J., "Los contratos bancarios (I)", en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dir. Aurelio Menéndez, Elcano (Navarra), 2005, p. 664, id., en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil*, II, Madrid, 2001, pp. 527 y 528, distingue entre el leasing de fabricante y el renting o leasing operativo.

útiles en otros campos tuvieran algún tipo de consagración en el jurídico. Más que solucionar problemas, crearían confusión. Queden pues estas dos denominaciones extramuros de lo jurídico.

Distinto del renting, como contrato de arrendamiento de cosas, es el contrato de *leasing financiero,* que es una nueva figura contractual, en cuanto contrato atípico. Este es también un contrato bilateral, pero cuyas prestaciones vienen moduladas por la conexión que tiene el leasing financiero con un contrato de compraventa. De tal forma que en el leasing financiero no sólo se establecen relaciones jurídicas entre las partes del contrato, sino que además cada una de las partes del contrato tienen relaciones jurídicas de distinto signo con el vendedor del contrato de compraventa. Este entramado de relaciones es el que hace que el leasing financiero tenga una estructura o contenido distinto al resto de los contratos tipificados que le son más próximos y, por tanto, sea un contrato atípico.

En efecto, el contrato de leasing financiero tiene lugar entre el arrendador financiero o Sociedad de leasing y el arrendatario o usuario, y en virtud de éste el arrendador transmite el uso de una cosa al arrendatario por tiempo determinado. Esa cosa que el arrendador transmite directa o indirectamente, previamente la ha adquirido de un tercero —proveedor o fabricante— siguiendo las instrucciones del arrendatario o usuario. Luego, como el arrendador financiero sólo quiere correr con los riesgos financieros y no con los riesgos técnicos del bien transmitido, se exonera de cualquier tipo de responsabilidad que derive del bien transmitido y como compensación subroga al arrendatario en las acciones que tenía contra el vendedor en virtud del contrato de compraventa. Esto es, el leasing financiero se conecta con un contrato de compraventa de tal forma que las partes del leasing financiero se tienen que relacionar jurídicamente con el vendedor del contrato de compraventa y la conexión de ambos contratos termina por modular de forma novedosa el contenido de uno de ellos, el del leasing financiero, de tal forma que este contrato aparece como un contrato novedoso y atípico [(11)]. Si en un determinado contrato que las partes llaman renting se obser-

---

(11) El leasing, como toda figura atípica, nunca acaba de fijar claramente sus contornos. En un primer momento se entendía que el usuario tenía que seguir pagando los cánones o rentas a la Sociedad de leasing aunque no pudiera utilizar el bien por falta de entrega o vicios. En estos supuestos el usuario sólo tenía acción contra el vendedor o proveedor del bien, pudiendo ejercitar las acciones, mediante subrogación convencional, que la Sociedad de leasing tenía como compradora frente al vendedor o proveedor del bien. Según una nueva tendencia jurisprudencial si el usuario no puede disponer del bien por falta de entrega o por vicios o defectos detectados posteriormente puede protegerse directamente dentro del mismo contrato de leasing, dejando de pagar las rentas o cánones periódicos a la Sociedad de leasing.

Así, en el supuesto de falta de entrega o entrega irregular, el usuario puede pedir el cumplimiento del contrato de compraventa, reclamando personalmente al proveedor la entrega del bien o exigiendo a la Sociedad de leasing que realice tal reclamación, pero también el usuario puede

va que tiene el contenido anteriormente descrito, en realidad estamos ante un leasing financiero. Si el contenido difiere, estamos ante un normal contrato de arrendamiento de cosas [12].

---

resolver el contrato de leasing, por incumplir la Sociedad de leasing su principal obligación de entrega de la cosa, sin tener que pagar, por consiguiente, las rentas periódicas y la opción de compra, solicitando, en cualquier caso, la indemnización de daños y perjuicios. Posteriormente la Sociedad de leasing actuaría contra el fabricante o proveedor que ha incumplido la obligación de entrega de la cosa (vid. STS 3-2-2000, SAP de Barcelona de 5 de julio de 1986 y de 20 de julio de 1991, entre otras).

El nuevo giro jurisprudencial se extiende al supuesto en que el concesionario o usuario haya dado su conformidad con el material entregado si luego los bienes no reúnen las características convenidas o no funcionan adecuadamente. En este caso, en un primer momento se señalaba que los incumplimientos detectados después de la entrega conforme del bien no afectaban al contrato de leasing y, por tanto, el usuario tenía que seguir pagando las prestaciones periódicas si bien, por subrogación, podía ejercitar frente al proveedor las acciones que correspondían, como compradora, a la Sociedad de leasing. En este sentido, el usuario podría exigir al proveedor la reparación o entrega de otro bien o solicitar la resolución de la relación jurídica existente entre proveedor y la Sociedad de leasing, esto es, la resolución de la compraventa, exigiendo al proveedor la devolución del precio pagado por la Sociedad de leasing y la indemnización de daños y perjuicios que se traducirían en la cantidad de más que el usuario tendría que pagar a la Sociedad de leasing, al no verse afectado este último contrato (vid. STS de 26-6-1989 y de 22-5-1992).

Pues bien, la anterior forma de ver las cosas ha cambiado después de la fundamental STS de 26 de febrero de 1996 (vid. anteriormente SSTS 26-6-1989 y 22-4-1991, STSJ de Navarra de 22-5-1992 y con posterioridad STS de 8-12-1996, 25-6-1997, 4-12-1997, 24-5-1999 y 4-6-2000), que explicita de forma clara la doctrina que ya estaba implícita en anteriores sentencias y que por razones procesales no pudo ponerse de manifiesto. En ella se dice que cuando los bienes adquiridos por leasing son totalmente inhábiles o inservibles para el fin para el que fueron adquiridos el usuario, después de infructuosos intentos de reparación o sustitución de esos bienes llevados a cabo frente al fabricante o proveedor, podrá solicitar la resolución del contrato de compraventa y también la resolución del leasing. La resolución de la compraventa daría derecho al proveedor a que le sea restituida la cosa por la Sociedad de leasing, mediante la transmisión directa de ésta por el usuario; por su parte el proveedor debe devolverle el precio pagado a la Sociedad de leasing y abonarle los perjuicios si el incumplimiento le es imputable. Por otro lado, la resolución del contrato de leasing lleva a que el usuario pueda reclamar a la Sociedad de leasing las cantidades ya pagadas si el usuario no pudo utilizar el bien conforme a lo pactado o parte de esas cantidades si el usuario pudo utilizar parcial o temporalmente el objeto del contrato; además quedaría eximido de pagar los cánones que aún no hubieran vencido y, por supuesto, tampoco tendría que pagar el importe correspondiente a la opción de compra.

También podría pensarse en que el usuario pudiera resolver directamente el contrato de leasing sin resolver el contrato de compraventa, resolución que podría pedir, en todo caso, si el fabricante o proveedor, a requerimiento del usuario, no pone a este último en situación de utilizar el bien en la forma convenida. Las anteriores consideraciones aparecían ya recogidas en VARA DE PAZ, N., "Naturaleza y régimen jurídico del contrato de leasing", *RDBB*, 84, 2001, pp. 199 a 201. Sobre las conexiones entre el contrato de compraventa y el contrato de leasing, vid. GUTIÉRREZ GILSANZ, A., *Defensa del usuario...*, cit., pp. 125 y ss. GONZÁLEZ CASTILLA, F., "Leasing financiero mobiliario", en *Contenido del contrato y atribución del riesgo en la práctica contractual y la jurisprudencia*, Madrid, 2002, pp. 57 a 67 y 179 y ss.

[12] En este sentido, si por ejemplo se trata de un contrato en que el arrendatario colabora o da instrucciones al arrendador para que compre un determinado bien a un determinado provee-

Ante este concepto de leasing financiero como nuevo contrato, para que éste tenga ciertos efectos en el ámbito administrativo, tributario, procesal o concursal se añaden al anterior contenido otros requisitos. Así, la necesidad de que el contrato tenga una opción de compra para que el arrendatario-usuario pueda ejecutarla al término del contrato y adquirir así la propiedad del bien que hasta entonces poseía como simple usuario. De tal forma que si un contrato tiene el contenido anteriormente indicado pero carece de la opción de compra seguimos ante un nuevo contrato atípico que podemos convenir en llamar arrendamiento financiero o leasing (13), pero no estamos ante el arrendamiento financiero o leasing al que nuestro Derecho se refiere y del que se derivan determinados efectos en el ámbito administrativo, fiscal, procesal o concursal (14).

---

dor, previendo incluso que sea este proveedor quien entregue directamente el bien al arrendatario, pero luego no se establece ese entramado de relaciones entre el arrendatario y el proveedor, vendedor en el contrato de compraventa formalizado con el arrendador, no estaremos ante un leasing financiero sino ante un arrendamiento de cosas ordinario al que extrajurídicamente podemos llamar renting.

Por el contrario, la SAP de Sevilla de 6 de septiembre de 2004, en su Fundamento de Derecho Segundo, equivocadamente, se está refiriendo a un contrato que no es un renting sino un leasing financiero: "En el renting, contrato suscrito por las partes, intervienen tres partes, de tal modo que junto a arrendador y arrendatario surge la figura del suministrador de los bienes o equipos objeto del mismo, con sus obligaciones y garantías respecto a los bienes suministrados. Siendo norma general que la cesión del uso y la entrega de los bienes al arrendatario vaya acompañada de una exclusión de responsabilidad por parte de la arrendadora de la transmisión de los riesgos, asumiendo tales responsabilidades el arrendatario, pues configurado como un contrato de arrendamiento de bienes muebles las responsabilidades por la entrega, vicios de la cosa recaerían sobre el propietario arrendador, teniendo declarado el Tribunal Supremo que los posibles pactos de exoneración de responsabilidad por el arrendador cobran sentido en tanto en cuanto se pacte, al mismo tiempo, la correlativa transmisión de las acciones que tenga la entidad crediticia, en su calidad de compradora, frente al vendedor en favor del usuario, que juega como contrapartida necesaria a tal exoneración, añadiendo que en otro supuesto la cláusula de exoneración habría de reputarse abusiva y nula y habría de responder, en primer lugar, el arrendador financiero (SSTS de 26 de febrero de 1996, y de 24 de mayo de 1999)".

(13) De hecho ni en el Convenio UNIDROIT (artículo 1.3) sobre leasing internacional ni en otros ordenamientos la opción es un requisito esencial de esta nueva modalidad contractual que conocemos como leasing financiero.

(14) Para que esos efectos se den hay que estar ante el arrendamiento financiero que contempla la disposición adicional 7.ª de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. En esta disposición, entre otros requisitos, se exige que el arrendador sea una Sociedad de arrendamiento financiero (entidad de crédito o establecimiento financiero de crédito), que los bienes objeto del contrato queden afectos a actividades empresariales o profesionales, y que además el contrato tenga una opción de compra, a su término, a favor del usuario. Si no se cumplen estos requisitos podemos estar ante un arrendamiento financiero pero no ante el arrendamiento financiero que contempla nuestro derecho, al que se aplica, cumpliéndose determinados requisitos adicionales, una específica normativa concursal —artículos 56 y 90.1.4.º de la LC—, tributaria —artículos 123.7 y 128 de la LIS—, procesal en cuanto en caso de incumplimiento se establece un procedimiento especial a través del cual se

## III. NATURALEZA Y RÉGIMEN JURÍDICO

El renting, como hemos indicado, es un simple arrendamiento de cosas [15] que está, pues, tipificado en nuestro Derecho positivo [16]. Es un contrato típico porque se trata del arrendamiento común y, por tanto, no creemos que se pueda decir que es un contrato mercantil. El artículo 2 del Cco señala que son actos de comercio los comprendidos en ese Código y cualesquiera otros de naturaleza análoga. El leasing financiero es un contrato mercantil porque, aunque no está regulado en el Cco —es un contrato atípico—, es un acto de naturaleza análoga en cuanto es un acto o contrato de empresa, siendo este último el criterio que se sigue para buscar la analogía. Sin embargo, para delimitar la hipotética mercantilidad del renting no se puede proceder de esa forma. El renting no puede ser un acto de naturaleza análoga del artículo 2 del Cco, por cuanto ese criterio no le es aplicable. Como el renting es un contrato tipificado en el Cc, en cuanto hemos convenido que se trata de un arrendamiento, hay que concluir que su naturaleza es civil y no mercantil [17].

---

podrá declarar resuelto el contrato y recuperar el bien —Disposición Adicional primera, apartados 3 y 4, de la Ley de Venta a Plazos de Bienes Muebles de 13 de julio de 1998, artículos 250.1.11.º y 441.4 de la LEC— y de transparencia, publicidad y protección contractual —derivadas del artículo 48.2 de la LDIEC—. También el contrato de arrendamiento financiero puede inscribirse en el Registro de Bienes Muebles —disposición adicional primera, apartado 1, de la LVP—, pero esto último ya no es una particularidad con respecto a los arrendamientos en general que, como veremos, también tienen acceso al Registro de Bienes Muebles. Vid. GONZÁLEZ CASTILLA, F., *Leasing financiero mobiliario,* cit., pp. 35, 36, 43, 49, 50, 52, 70, 71, 74 y 100, BROSETA PONT, M./MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho Mercantil,* cit., p. 267. CORTÉS, L.J., en Uría/Menéndez, *Curso de Derecho Mercantil,* cit., p. 529; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., "Contrato de arrendamiento financiero o leasing", en *Contratos Mercantiles*, tomo II, dir. José M.ª de la Cuesta Rute, Barcelona, 2001, pp. 111 y ss.; PACHECO CAÑETE, M., "Naturaleza jurídica del leasing financiero. Reflexiones a la luz de la Ley Concursal", *RDM,* 2000, 255, p. 84; y GARCÍA SOLÉ, F., "Venta a plazos y leasing tras la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil", *La Ley,* 2000-3, D-103, pp. 1759 a 1761.

(15) Cuestión distinta es que, a veces, también se llame renting a contratos que son un verdadero leasing financiero.

(16) No compartimos la opinión de MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 867, cuando señala que "Es un contrato autónomo y atípico de arrendamiento de bienes, conectado a una prestación de servicios por parte de la empresa arrendadora, que consiste en asegurar el mantenimiento del bien cedido".

(17) No sería necesario recordar que no todos los contratos de empresa son mercantiles. Así, no son mercantiles las ventas realizadas por una empresa, cuando tienen por objeto efectos destinados al consumo (artículo 326.1.º del Cco). Con una apreciación distinta MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 868, refiriéndose al renting señala que "Es sustancialmente mercantil, no sólo por la condición subjetiva de una de las partes, empresario de *renting*, sino también porque éste se dedica a ello de una manera habitual, lo que sería el elemento objetivo propio del artículo 2 del C. com.". También consideran el contrato como mercantil GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., pp. 99 y 101.

Conocida su naturaleza jurídica, estamos en condiciones de determinar el régimen jurídico aplicable. Este no puede ser otro que el del contrato de arrendamiento del Cc (artículos 1542 y ss.). Ahora bien, como éste es, en principio y con las salvedades a las que luego se alude, un régimen dispositivo y además está más bien pensado para los bienes inmuebles, será lo convenido por las partes, contenido, en su caso, en los formularios, lo que debemos tener presente en primer lugar. A falta de normativa convencional contenida en los formularios o de normativa legal contenida en el régimen del arrendamiento del Cc, entrará en aplicación la normativa general sobre obligaciones y contratos del Cc, por ser un contrato civil, y no la normativa general sobre obligaciones y contratos mercantiles del Cco [18].

---

Igualmente en la praxis se cataloga como mercantil. Así PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios en Derecho mercantil. Contrato de factoring, contrato de renting, contrato de suministro, contrato estimatorio", en *Contratos mercantiles especiales*, dir. Alfonso Villagómez Rodil, Madrid, 1997, pp. 293 y ss., reproduce un "Modelo de condiciones generales de un contrato de renting de vehículos" y en una de sus cláusulas se señala que el contrato tiene carácter mercantil. También CANO RICO, J.R., *Manual práctico...*, cit., pp. 822, 828 y 841, reproduce un formulario de arrendamiento empresarial (renting), donde se dice igualmente que el contrato tiene carácter mercantil. Lo mismo sucede en el formulario de Hispamer Renting, S.A. de Contrato de arrendamiento de bienes muebles. También las sentencias de las Audiencias se pronuncian en este sentido; por ejemplo, la SAP de Asturias de 2 de noviembre de 2004, en su Fundamento de Derecho Segundo, señala que el renting, también denominado arrendamiento empresarial, es un contrato de naturaleza netamente mercantil.

[18] Al ser el renting un contrato típico ya está regulado y, por tanto, no es necesario establecer una legislación específica para el renting como señala SANTANDREU, *Confirming, factoring y renting*, Barcelona, 2000, p. 100. También considera que es un contrato atípico DELGADO CORDERO, A.M., "Contrato de leasing: régimen jurídico. Figuras contractuales afines: compraventa a plazos y contrato de renting. Comentario a la Sentencia del TS de 14 de diciembre 2004 (RJ 2004, 8038)", en *RdP*, 2005-2, 15, pp. 180 y 181. Idéntica opinión se ha dado en una serie de sentencias. Así, la SAP de Orense de 18 de diciembre de 2002 en su Fundamento de Derecho Segundo señala que "El contrato de renting o arrendamiento empresarial carece de regulación en nuestro ordenamiento jurídico, si bien resulta indudable su enorme similitud con el arrendamiento de cosas". En el mismo sentido se pronuncia la SAP de Navarra de 28 de septiembre de 2000.

Para quienes consideran que es un contrato mercantil la normativa a aplicar varía, de tal forma que en primer lugar se aplicará lo pactado en el clausulado del contrato y en lo no previsto serían de aplicación supletoria las normas generales sobre contratación mercantil contenidas en el Cco y posteriormente las del contrato de arrendamiento del Cc. Así, por ejemplo, en el formulario de Hispamer Renting, S.A. de "Contrato de arrendamiento de bienes muebles", se señala que "Este contrato tiene carácter mercantil y se regirá por sus propias cláusulas y en lo en ellas no dispuesto por el Código de Comercio, usos mercantiles y, en su defecto por el Código civil". En sentido semejante se pronuncian una serie de sentencias como la SAP de Asturias de 2 de noviembre de 2004, que en su Fundamento de Derecho Segundo, después de señalar que el contrato de renting es mercantil, establece que "La normativa aplicable a este contrato viene así representada, en primer lugar por lo pactado en el mismo, según así expresamente se establece

## IV. ELEMENTOS

### 1. Personales

Son la empresa de renting, que es el arrendador, y el usuario del bien, que es el arrendatario.

---

en el artículo 57 del C. Comercio y en lo no previsto será de aplicación supletoria las normas generales sobre contratación mercantil contenidas en el CCom y las del contrato de arrendamiento del C. Civil (artículos 2 y 50 del C. Comercio)". En el mismo sentido se pronuncian las siguientes sentencias: SAP de Asturias de 13 de septiembre de 2004, SAP de Asturias de 14 de julio de 2004, SAP de Asturias de 10 de junio de 2004 y SAP de Asturias de 29 de abril de 2004. Dentro de la doctrina se sitúa en esta línea DELGADO CORDERO, A.M., "Contrato de leasing...", cit., pp. 180 y 181, que partiendo de que es un contrato mercantil atípico, considera que éste se regirá en primer término por los pactos a los que hayan llegado las partes y supletoriamente por las normas contenidas en el Cco (normas generales sobre contratación mercantil) y en el Cc (las del contrato de arrendamiento). CANO RICO, J.R., *Manual Práctico...*, cit., p. 223, partiendo también de que es un contrato mercantil, el autor señala que "La legislación aplicable a este contrato, desde el punto de vista mercantil y con carácter concreto, es nula y habrá que estar a los pactos y condiciones generales de los propios contratos de *renting* y en lo que en ellos no esté dispuesto habrá que acudir al Código de Comercio, usos mercantiles y a las disposiciones referentes al contrato de leasing por su similitud y a los artículos 1.542 a 1.600 referentes al contrato de arrendamiento en nuestro Derecho". En esta misma línea se ha pronunciado la Asesoría Jurídica Comercial del BCH, *Cuestiones sobre Leasing, Renting, Factoring, Confirming y Forfaiting*, 1998, pp. 102 y 103.

Para el arrendamiento de vehículos habría que tener en cuenta, además, una normativa de carácter esencialmente administrativo, a saber, principalmente: a) el capítulo VI del título IV de la Ley 16/1987, de 30 de julio, de Ordenación de los Transportes Terrestres —LOTT—; b) El Reglamento de la LOTT, aprobado por RD 1211/1990, de 28 de septiembre, donde en el capítulo IV de su título V desarrolla la Ley en esta materia, distinguiendo el arrendamiento de vehículo, con o sin conductor. Fue modificado por el RD 858/1994, de 29 de abril; c) La Orden de 20 de julio de 1995, por la que se desarrolla el Reglamento de la LOTT, en materia de arrendamiento de vehículos sin conductor; d) La Orden de 30 de julio de 1998, que desarrolla el Reglamento de la LOTT, sobre arrendamiento de vehículos con conductor, y e) También hay que tener en cuenta la Ley sobre Tráfico, Circulación de Vehículos a Motor y Seguridad Vial, aprobada por Real Decreto Legislativo de 2 de marzo de 1990 y el Reglamento General de Vehículos de 23 de diciembre de 1998. Vid. MACÍAS CERRALOZA, M., *El arrendamiento de automóviles*, cit., MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., pp. 869 y 870. PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit., p. 296. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., pp. 197 y ss., que en referencia al arrendamiento de vehículos con conductor señalan en la p. 197 que "la incorporación del conductor al contrato desnaturaliza y complica la figura (la naturaleza de este último contrato está más próxima al arrendamiento de obra o servicio que al arrendamiento de cosa) y hace que el contrato se aleje de los típicos contratos de bienes muebles a los que se refiere la presente obra". Sobre la naturaleza jurídica del arrendamiento de automóviles con conductor, vid. DÍAZ BAUTISTA, A., "El arrendamiento de automóviles", cit., p. 35, donde señala que la presencia del conductor supone un contrato mixto o complejo que participa del arrendamiento de cosa y del de servicios.

La empresa de renting o arrendador puede ser cualquier persona natural o jurídica [19], al contrario de lo que sucede en el leasing financiero, cuando se quiera que de él deriven determinados efectos jurídicos, en cuyo caso, como sabemos, el arrendador tiene que ser una Sociedad de Arrendamiento Financiero, esto es, una Entidad de Crédito o un Establecimiento Financiero de Crédito [20]. Por el contrario, en el renting, la empresa arrendadora puede ser cualquier persona natural o jurídica. Ahora bien, como los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC), de acuerdo con la legislación anteriormente citada, pueden ejercitar la actividad de arrendamiento financiero y con carácter complementario las actividades de arrendamiento no financiero, tanto en el leasing financiero como en el renting el arrendador puede ser un Establecimiento Financiero de Crédito, si bien tendrá que contabilizar de forma separada las operaciones de arrendamiento no financiero porque ellas pueden tener un régimen fiscal distinto al que es aplicable a los contratos de arrendamiento financiero (artículo 128 de la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades) [21]. El empresario de renting o arrendador, como sucede con carácter general, no tiene que ser el propietario de los bienes. Tiene que tener el derecho

---

[19] En este sentido, consideramos equivocada la apreciación de FERNÁNDEZ INGLÉS, J., *El Renting de Bienes Muebles,* cit., p. 45, según la cual el arrendador debe ser una sociedad constituida al efecto.

[20] La Disposición Adicional primera de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero, define los Establecimientos Financieros de Crédito y determina alguna de sus actividades. Además hay que tener en cuenta sobre esta temática otras disposiciones como la Disposición Adicional séptima del Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, y el RD 692/1996, de 26 de abril, sobre régimen jurídico de los Establecimientos Financieros de Crédito. Vid. MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., pp. 863 y 864. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., p. 100.

[21] MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 865. También los Bancos (Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito incluidas), además de poder realizar operaciones leasing, seguramente también pueden realizar operaciones de renting. Esta es la opinión que se vierte en un Informe inédito realizado por Fernando GARCÍA SOLÉ para la Junta Directiva de ASNEF, cuya consulta amablemente se me ha facilitado. Ahora bien, de la misma forma que sucede con los Establecimientos Financieros de Crédito, también los Bancos sólo podrían realizar operaciones de renting con carácter complementario. Lo que no podría suceder es que el Banco tuviera como actividad principal el renting y la actividad bancaria fuera secundaria. Considera el autor que la Banca tiene una actividad reservada legal y exclusivamente que consiste en "La aceptación de fondos del público para aplicarlos a sus operaciones de activo", pero con independencia de esta reserva legal, los bancos pueden desempeñar un conjunto de actividades que no están limitadas a este objeto social específico (piénsese en el alquiler de cajas de seguridad). Ahora bien, para evitar los controles administrativos, en muchas ocasiones, las empresas de renting evitarán constituirse como EFC o como, en su caso, Entidades de Crédito, como ha apuntado también el autor anteriormente citado.

de uso, puesto que esto es lo que transmite, y éste derecho puede haberlo adquirido no sólo a través de la compra del bien, sino también a través de otros contratos como el de usufructo, arrendamiento o leasing financiero (22). Incluso cuando el renting se traduzca en un arrendamiento con opción de compra, el arrendador puede no ser propietario del bien en el momento de formalizar el contrato, basta con que lo sea en el momento en que se ejercita la opción de compra (23).

Respecto del usuario o arrendatario, puede ser también cualquier persona física o jurídica. Al contrario de lo que sucede en el leasing financiero previsto por el legislador, en que el arrendatario o usuario debe ser un empresario o profesional, por cuanto los bienes habrán de quedar afectados por el usuario únicamente a sus explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, artesanales, de servicios o profesionales (DA séptima, apartado 1, de la LDIEC) (24). Por el contrario, en el renting, como en cualquier otro arrendamiento, el usuario o arrendatario puede ser un empresario o profesional pero también cualquier otra persona física o jurídica (25). Obviamente, si el arrendatario es un consumidor o usuario de acuerdo con lo establecido por el artículo 1.2 de la LGDCU, se verá protegido por lo dispuesto en esa Ley de defensa de los consumidores o usuarios (26).

---

(22) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 872. Asesoría Jurídica Comercial BCH, *Cuestiones sobre Leasing, Renting...,* cit., p. 103, apunta que el empresario de renting no necesita ser propietario de los bienes que destina a arrendamiento, sino que le basta un título posesorio, siempre que éste no le prohíba la cesión de uso a un tercero.

(23) GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., pp. 102 y 198.

(24) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 878, refiriéndose al renting señala que "no está prevista la exigencia de que los bienes sean afectados por el usuario únicamente a sus explotaciones agrícolas, pesqueras, industriales, comerciales, de servicio o profesionales como hacía la Disposición Adicional séptima de la LDIEC, aunque hoy ha sido suprimida esa particular incidencia por la Ley 3/1994".

(25) PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit., p. 298, entiende que si bien el usuario o arrendatario puede ser cualquier persona, en la práctica será usual que sea un empresario y que el contrato se configure como de colaboración empresarial, ya que sólo en ese supuesto se aprovechan mejor las ventajas fiscales, contables y organizativas. Vid. también CANO RICO, J.R., *Manual Práctico...,* cit., p. 823. FERRUZ AGUDO/MARCO SANJUAN/PORTILLO TARRAGONA/SARTO MARZA, "El renting como nueva alternativa de financiación", *Estrategia Financiera,* 2001, 173, p. 49. MACÍAS CERROLAZA, M., *El arrendamiento de automóviles,* cit., p. 17. RODRÍGUEZ RIVAS, J., "Las ventajas de operar con el renting", *Estrategia Financiera,* 2003, 195, p. 54.

(26) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 876. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., pp. 102 y 103, añaden que no son aplicables a este tipo de contratos las disposiciones de la Ley 7/1995, de 23 de marzo de Crédito al Consumo, por excluir al renting de su ámbito de aplicación (artículo 1.3.º)

Si el arrendatario es la Administración Pública hay que tener en cuenta determinados preceptos del Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas —TRLCAP— [artículos 6, 12.2.c), 13, 14, 39, 49, 51, 52, 103, 171, 172 y 174] y de su Reglamento [artículos 67.2.a) y 68] (27).

### 2. Reales

Los elementos reales son el bien que el arrendador transmite en uso al arrendatario y el precio o canon que periódicamente el arrendatario entrega al arrendador.

En relación a la cosa que puede ser objeto del contrato, normalmente será un bien mueble. No podrán serlo los bienes muebles fungibles que se consumen con el uso (artículo 1545 del Cc) porque, en ese caso, seguramente estaríamos ante un préstamo con la obligación de devolver otro tanto de la misma especie y calidad (28).

Se ha discutido si pueden ser objeto de este contrato los bienes inmuebles. Creemos que no tiene sentido tal discusión porque si el renting es simplemente un arrendamiento la conclusión es evidente y afirmativa, con independencia de que en este caso haya que aplicar la Ley de Arrendamientos Urbanos y la Ley de Arrendamientos Rústicos (29).

El arrendatario, como contraprestación, debe un precio cierto (artículo 1543 del Cc) que normalmente es fijado en relación al tiempo de duración del

---

(27) A estos efectos es importante consultar el Informe 18/2003, de 17 de noviembre, de la Junta Consultiva de Contratación Administrativa del Ministerio de Economía y Hacienda, publicado en la revista *Contratación Administrativa. Práctica*, de octubre de 2004, núm. 35, pp. 18 a 22.

(28) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de rentig", cit., pp. 876 y 877, parece señalar que tal exclusión se refiere a los bienes que se consumen por un primer uso y no a los bienes de consumo duradero. Además señala que la regla que establece que los bienes fungibles que se consumen por el uso no pueden ser materia de este contrato (artículo 1545 Cc) se refiere exclusivamente a aquellos bienes fungibles cuya única utilidad es la que determina su consumación. Si tienen otra utilidad distinta pueden ser objeto de arrendamiento, por ejemplo cuando se destinan a la exhibición y no al consumo.

(29) GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., p. 103. PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit., p. 298, dice que los inmuebles pueden ser objeto de renting en la medida que su alquiler no encaje en las normas imperativas de la Ley de Arrendamientos Urbanos. Como digo, en realidad todas estas discusiones tienen poco sentido porque si el renting es un arrendamiento, podrá ser objeto de contrato todo lo que puede ser objeto del arrendamiento. Lo que sucede es que como en el tráfico económico operan esas llamadas empresas de renting que normalmente trafican con determinados bienes, se quiere circunscribir el renting a los bienes con los que esas empresas operan.

contrato, al empleo del bien o teniendo en cuenta la combinación de ambos elementos [30].

Dejando de lado otras cuestiones, comunes al arrendamiento en general, lo que sí conviene destacar ahora es que no es posible trasladar razonamientos de tipo económico al campo jurídico. Esto es lo que se hace cuando se señala que por el precio se puede detectar si estamos ante un renting o ante un leasing financiero, en cuanto, por ejemplo, en el primer caso el precio retribuiría el uso, mientras que en el leasing financiero con el precio se iría retribuyendo la adquisición de la propiedad. Lo que determina que un contrato sea distinto de otro es su contenido o estructura y ésta no varía porque digamos, desde una perspectiva económica, que el precio retribuye tal cosa o tal otra.

### 3. Formales

En principio, ninguna particularidad se establece, en este punto, para el arrendamiento y, por tanto, para el renting. Rige el principio de libertad de forma (artículos 1278 y ss. del Cc) [31], si bien, como sucede, con carácter general, por razones de prueba se fijarán normalmente por escrito y también pueden celebrarse a través de medios y soportes electrónicos como internet [32].

---

[30] MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", p. 861. CANO RICO, J.R., *Manual Práctico...*, cit., p. 823: "El precio pagado por el arrendamiento empresarial puede tener dos componentes, cuales son: el de una percepción fija al formalizar el contrato y una variable en función del período (días, meses) de utilización de los bienes. Puede ocurrir, como en el caso de los automóviles, que la percepción variable sea en función de su uso medio en los kilómetros recorridos". DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de automóviles,* cit., p. 103, recoge la pluriforme variedad que se presenta en la determinación del precio, distinguiendo entre precio fijo o variable y recogiendo en este último caso hasta seis supuestos básicos distintos en el modo de fijar el precio, que con las correspondientes combinaciones dan lugar a infinitas posibilidades, excluyéndose, eso sí, que la fijación del precio quede al arbitrio de una de las partes contratantes (artículo 1256 del Cc).

[31] No entramos ahora a estudiar las formalidades, que por razones de control administrativo se exigen en el arrendamiento de vehículos (artículo 17 OM de 20 de julio de 1995 sobre arrendamiento de vehículos sin conductor). Vid. MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", pp. 881 y 882.

[32] GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., *Derecho de bienes muebles,* cit., pp. 104 y 106, señalando en esta última página que "respecto a la intervención de fedatario público en los contratos, hay que destacar que ha dejado de ser habitual en la práctica su presencia en este tipo de operaciones fundamentalmente por razones de economía y agilidad de tiempo y, por lo tanto, la intervención de Notario ha quedado relegada a grandes operaciones de importante cuantía económica". Una apreciación distinta tiene PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit. p. 299, que señala que habitualmente se recoge el contrato en póliza intervenida por Corredor (hoy desaparecido) o en escritura otorgada ante Notario, lo que tendrá beneficiosos efectos probatorios, especialmente importantes cuando el arrendador pretende hacer valer el derecho de propiedad sobre el bien, en caso de embargo o situación concursal del usuario,

También cabe señalar en este epígrafe que la Ordenanza del Registro de Bienes Muebles de 19 de julio de 1999 prevé que estos contratos se puedan inscribir en el hoy Registro de la Propiedad Mobiliaria, si bien, para tener acceso al mencionado Registro, el contrato tiene que tener por objeto bienes no consumibles e identificables y plasmarse sobre un modelo que previamente haya sido aprobado por la DGRN (33). Si el objeto del contrato fuera un inmueble cabe su inscripción en el Registro de la Propiedad a partir de los artículos 1 y 2 de la LH y 7 del RH (34). La inscripción del contrato evita la adquisición *a non domino* del bien arrendado por un tercero de buena fe. En este sentido, si el objeto es un bien mueble, el artículo 28 de la Orden de 19 de julio de 1999 por la que se aprueba la Ordenanza para el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles señala que "Se presume que el contenido de los derechos inscritos es conocido por todos y no podrá invocarse su ignorancia". También la inscripción impide que el bien sea embargado o ejecutado por los acreedores del arrendata-

además de obtener la posibilidad de acudir al juicio ejecutivo. SÁNCHEZ CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, vol. II, Elcano (Navarra), 2005, p. 280, refiriéndose al leasing, pero válido también para este supuesto, señalan que "También podrá el arrendador obtener una protección de su derecho de propiedad si el contrato consta en documento público cuya fecha sea anterior a la adquisición del bien por terceros, mediante el ejercicio de una tercería de dominio; protección ésta de menor eficacia práctica que la que se obtiene mediante la inscripción del contrato en el Registro".

(33) Así se establece en el artículo 2.2.3.º de la Orden del Ministerio de Justicia de 19 de julio de 1999, por la que se aprueba la Ordenanza para el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles. En concreto, el artículo 4.d) de dicha Ordenanza señala que podrán ser objeto de inscripción "los contratos de arrendamiento financiero regulados en la disposición adicional séptima de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, arrendamientos con opción de compra no comprendidos en los anteriores, arrendamientos invertidos y cualesquiera modalidades contractuales de arrendamiento sobre bienes muebles corporales no consumibles e identificables, si bien dada su naturaleza distinta de la venta a plazos, se inscribirán en una sección especial del Registro, conforme a lo establecido en el artículo 2 de esta Ordenanza". Por su parte es en el artículo 10.1 de dicha Ordenanza donde se señala que los contratos inscribibles habrán de ajustarse a los modelos aprobados por la DGRN. Vid. SERRA MALLOL, A.J., "La ordenanza para el registro de venta a plazos de bienes muebles y los contratos inscribibles: aspectos mercantiles y sustantivos", *RGD*, 2000, 669, p. 7294. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., pp. 103 a 106; en la p. 296, nota 10, señalan que la Instrucción de la DGRN de 3 de diciembre de 2002 limita el plazo de presentación por vía telemática de los actos y contratos en el Registro a veinte días naturales desde la fecha en que se hayan suscrito en soporte papel los actos o contratos inscribibles. Sobre esta última cuestión vid. de forma más pormenorizada GARCÍA SOLÉ, F., "Presentación telemática de contratos en el Registro de Bienes Muebles", en *XVIII Encuentros sobre Informática y Derecho 2003-2004*, Madrid, 2004, pp. 170 y ss.

(34) RODRÍGUEZ MATEOS, P., *El contrato de leasing...*, cit., p. 51, aplica esta solución para el leasing de inmuebles.

rio-usuario, o se facilita el levantamiento del embargo si este se hubiera producido (artículos 15 de la LVP, 24 y 27 de la Ordenanza y 593.3 de la LEC) (35).

### 4. Temporales

Dice el artículo 1543 del Cc que en el arrendamiento de cosas una de las partes se obliga a dar a la otra el goce o uso de una cosa por tiempo determinado. Parece ser que el contrato de arrendamiento que celebran las empresas de renting tiene un largo plazo de duración (36) y el período por el que se pacta el

---

(35) Es válido aquí lo dicho para el leasing financiero por MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero mobiliario en la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 2, 2005, p. 273, señalando que la inscripción de los arrendamientos financieros tiene por objeto fundamental facilitar el ejercicio de la tercería de dominio por el arrendador pero no impide que la tercería pueda prosperar en virtud de otros medios de prueba distintos a la certificación registral. GONZÁLEZ CASTILLA, F., "Leasing financiero mobiliario", cit., p. 43, igualmente señala, refiriéndose al leasing financiero mobiliario, que la inscripción en el Registro de Bienes Muebles facilita el levantamiento de los embargos que se traban sobre los bienes cedidos en leasing. GARCÍA SOLÉ, F., "Venta a plazos y leasing tras la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil", *La Ley*, 2000-3, D-103, p. 1755.

En el arrendamiento de vehículos se puede dar una publicidad añadida y de distinto signo ya que el contrato debe figurar a bordo del vehículo arrendado (artículo 17, párrafo 2.º de la Orden de 20 de julio de 1995 por la que se desarrolla el Reglamento de la Ley de Ordenación de los Transportes Terrestres, en materia de arrendamiento de vehículos sin conductor), vid. MACÍAS CERROLAZA, M., *El arrendamiento de automóviles*, cit., p. 98. Por otro lado, hay que tener en cuenta que la inscripción de un contrato sobre un automóvil se puede realizar en el Registro de la Propiedad Mobiliaria y en el Registro de la Dirección General de Tráfico, de carácter administrativo. El día 10 de mayo de 2000 se suscribió por parte de la DGRN un convenio con la Dirección General de Tráfico a los efectos de permitir la interconexión entre ambos registros, evitando al usuario el trámite de la doble inscripción. Así, la inscripción de una operación de renting de un vehículo en el Registro de la Propiedad Mobiliaria quedaba a partir de ese momento anotado telemáticamente en el Registro de la DGT. Este convenio había sido previsto en el artículo 6.3 de la Ordenanza para el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles: "Se faculta a la Dirección General de los Registros y del Notariado para que por vía de convenio con la Dirección General de Tráfico adopte las medidas para que el Registro de Venta a Plazos de Bienes Muebles, a través del Registro Central, y el Registro Administrativo de Tráfico estén interconectados informáticamente". Vid. GARCÍA SOLÉ, F., "Presentación telemática de contratos...", cit., p. 172. DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de automóviles*, cit., pp. 162 y 163, considera que la inscripción en el registro administrativo de la DGT sería suficiente, en principio, para impedir la adquisición *a non domino* de buena fe de una persona distinta a la que aparece como titular registral, salvo que se tratara de una adquisición realizada en almacenes o tiendas abiertas al público (artículo 85 del Cco).

(36) GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de bienes muebles", cit., p. 99, citican a los autores que equiparan el renting con un arrendamiento a corto plazo: "A nuestro juicio [...] quizá por desconocimiento de la realidad del mercado, se equivocan al equiparar el *renting* con el arrendamiento a corto plazo, cuando en la práctica es todo lo contrario, ya que el

contrato es irrevocable [37], si bien, como se deduce de lo ya dicho, cabe que se pacte en el contrato la denuncia unilateral por cualquiera de las partes o por ambas. Ahora bien, si el arrendatario es un consumidor sólo cabría incorporar al contrato una cláusula que permita la denuncia unilateral del arrendatario. No sería válida, por ser abusiva, la cláusula que permitiera la denuncia unilateral discrecional por parte del arrendador, salvo que al usuario se le reconozca la misma facultad (Disposición adicional primera.I.2.ª y III.17 de la LGDCU).

## V. CONTENIDO

Necesariamente se tienen que reproducir el conjunto de obligaciones y derechos que para el contrato de arrendamiento se derivan con carácter general de los artículos 1544 y ss. del Cc. En la exposición no es necesario referirse, como en ocasiones hace la doctrina, a las obligaciones y derechos de ambas partes; basta hacer referencia a las obligaciones, pues lo que para una parte son obligaciones para la otra son derechos. Por otro lado, esta sistemática es la que emplea el mismo legislador en los artículos 1554 y 1555 del Cc, donde se trata, respectivamente, de las obligaciones del arrendador y del arrendatario.

---

*renting* se viene a definir (o describir) en el mundo de los negocios precisamente como un alquiler de bienes muebles a largo plazo (entre tres y cinco años)". Refiriéndose al arrendamiento de vehículos, también llega a esta apreciación MARTÍNEZ GIL, C., "Cómo gestionar el renting...", cit., p. 48: "Se suele ofrecer la posibilidad de contratar desde 12 hasta 60 meses. El plazo distingue esta figura frente a la del Rent-a-car o alquiler a corto plazo que limita al alquiler al mismo cliente a un plazo máximo de tres meses". En cualquier caso, entiendo que se trata de una diferencia impuesta desde el tráfico económico por las empresas de renting, que no tiene por qué tener mayor relevancia jurídica, en el ámbito del Derecho privado.

[37] GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de bienes muebles", cit., p. 101. Simplemente se reconoce lo que es válido con carácter general, que los contratantes quedan vinculados por el plazo estipulado en el contrato, salvo que en el mismo contrato se recoja la denuncia unilateral por una o ambas partes del contrato. Esta denuncia unilateral por parte del usuario parece que está presente en alguno de los supuestos de la práctica y esto ha hecho que algunos erróneamente la hayan elevado a poco menos que requisito esencial del contrato. Así, por ejemplo, GUTIÉRREZ VIGUERA, M., *El leasing como Institución Financiera*, Madrid, 1977, p. 36: "El contrato de renting es susceptible de ser rescindido unilateralmente por uno de los contratantes (normalmente el arrendatario), mientras que una de las características básicas del leasing es que se trata de un contrato a fecha fija que no se puede rescindir unilateralmente". En la misma línea, RODRÍGUEZ MATEOS, P., *El contrato de leasing*..., cit., p. 55. De acuerdo con lo dicho parece más acertada la apreciación de CRUZ RAMBAUD, S./VALLS MARTÍNEZ, M.C., "Análisis de la operación de renting...", cit., p. 64: "Los contratos de renting son irrevocables por el período prefijado para su duración. Ahora bien, en determinados casos se permite la cancelación anticipada por parte del arrendatario, siempre que ésta se realice para contratar un equipo de mayores prestaciones, lo cual es frecuente en el renting de equipamiento".

### 1. Obligaciones del arrendador

A ellas se refiere el artículo 1554 del Cc.

A) La entrega

Dice el artículo 1554.1.º del Cc que el arrendador está obligado a entregar al arrendatario la cosa objeto del contrato. Si el arrendador no tiene en su poder la cosa se suele producir la entrega del bien, objeto del contrato, directamente por la tercera persona (fabricante o productor) al arrendatario (38), si bien la obligación de entrega y su incumplimiento sigue imputándose al arrendador y no al fabricante o productor, que no es parte del contrato y frente al cual, en principio, por esta causa, no puede actuar el usuario por no existir la conexión de contratos que, como vimos, tenía lugar en el leasing financiero (39).

---

(38) Así se establece en la Condición General Segunda del Formulario de Hispamer Auto-Renting, S.A.: "El vehículo es recibido por el/los ARRENDATARIO/S en nombre de HISPAMER directamente del fabricante a través del concesionario oficial...". GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit. p. 107, señalan que "A estos efectos se suele pactar en los contratos un documento denominado acta de recepción en el que tanto el proveedor como el arrendatario manifiestan que la entrega se ha producido a la entera conformidad de ambos". MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 888, en este caso, considera este autor el supuesto de que no siendo el arrendador quien entrega directamente la cosa sino que es el tercero o proveedor quien la entrega directamente al arrendatario, el arrendador se exima de toda responsabilidad por el incumplimiento o cumplimiento tardío de la obligación de entrega y que junto a esta cláusula de exoneración se añada otra por virtud de la cual el arrendador subroga al usuario en todas las acciones que ostenta frente al proveedor en virtud del contrato de compraventa, en cuyo supuesto podría resolverla por incumplimiento de la obligación de entrega a cargo del proveedor. A nuestro juicio, si esto sucediera, se estaría configurando un contrato distinto al de renting como arrendamiento. Sería un contrato distinto, por ser un contrato de leasing financiero, en virtud del cual el usuario entabla relaciones jurídicas con el vendedor del contrato conexo de compraventa. Si además en ese leasing financiero así configurado se cumplen los demás requisitos legales, como ser el arrendador una Sociedad Arrendataria Financiera o tener incorporada una opción de compra, estaríamos ante el leasing financiero previsto en nuestro Derecho, al que le serían aplicables los efectos legales para él previstos como los tributarios y concursales. Sin utilizar este razonamiento, la solución que proponemos la intuye MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", p. 889, cuando señala: "Sin embargo no nos parece conveniente la cláusula de exoneración de la obligación de entrega y su sustitución por la cesión del uso y disfrute de los bienes porque con ella, el *renting* se acerca sencillamente al contrato de *leasing*, toda vez que aparece más ostensiblemente la idea de intermediación si, con la exoneración, en realidad se transmite al usuario el riesgo del incumplimiento por el proveedor".

(39) Así se establece en la SAP de Alicante de 26 de mayo de 2004, en su Fundamento de Derecho Tercero: "...el vehículo es recibido por el arrendatario en nombre de la arrendadora directamente del suministrador, y tal cláusula no se cumplió: dicha arrendadora tenía la obligación de hacer que el suministrador facilitara el automóvil a la otra parte contratante y, sin

La cosa debe ser entregada con sus accesorios que contribuyen a su buen funcionamiento, como son, en el arrendamiento de vehículos, la documentación, llaves, herramientas o neumáticos. Lo anterior se deriva del artículo 1097 del Cc: "La obligación de dar cosa determinada comprende la de entregar todos sus accesorios, aunque no hayan sido mencionados" (40). Dentro de esta obligación de entrega hay que incluir a veces una serie de prestaciones accesorias, como sería la formación profesional necesaria para un uso correcto del bien, la contratación del transporte y el seguro de la cosa hasta ponerla en poder del arrendatario o la gestión de impuestos de matriculación y permisos de circulación (41).

B) El servicio de mantenimiento

Dice el artículo 1554.2.º del Cc que el arrendador está obligado "A hacer en ella [en la cosa] durante el arrendamiento todas las reparaciones necesarias a fin de conservarla en estado de servir para el uso a que ha sido destinada". La empresa de renting, por consiguiente, en principio, debe realizar el servicio de mantenimiento, que entendido en sentido amplio incluye, entre otras prestaciones, además, la reparación y gestión del bien y, normalmente, como ya se ha visto, este servicio se externaliza, en cuanto es prestado por empresas externas y, en particular, por el productor del bien u otro sujeto (42). Este servicio al que, en principio, se obliga el arrendador puede ser total —"todo incluido"— o parcial y puede trasladarse incluso, como ya vimos, al usuario, en virtud de pacto, sin que ello convierta al arrendamiento-renting en un contrato de arrendamiento financiero o leasing, pues la modulación de este tipo de prestaciones no afecta por sí misma al contenido esencial de uno y otro contrato (43).

---

perjuicio de los derechos que puedan corresponderle contra aquél, no puede descargar su responsabilidad para con aquella en la conducta de tal suministrador, que no es parte en el procedimiento, precisamente porque con él no ha contratado el demandante".

(40) DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de automóviles*, cit., pp. 113, 114.

(41) PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit. p. 299. MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit. p. 887. No creemos que sea adecuado, sin embargo, calificar, por eso, como hace este autor, al contrato de renting como contrato atípico, pues todas esas prestaciones son accesorias, como bien se señala, y no deben ser tenidas en cuenta a esos efectos. Lo único que debe tenerse en cuenta son las prestaciones esenciales —transmisión del goce o uso de una cosa y el precio—, que son las que nos sirven para calificar el llamado renting como arrendamiento. Y es que si siguiéramos la argumentación de este autor podría llegarse a la conclusión de que una compraventa con semejantes prestaciones accesorias, que pueden, a su vez, ser constitutivas de otros contratos, también dejaría de ser compraventa para pasar a ser un contrato atípico, lo cual nos parece inadmisible.

(42) CARRETA, A./FIORDELISI, F., *Il leasing operativo...*, cit., p. 127.

(43) Parece ser de distinta opinión MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., pp. 889 y 891.

Aparte de aplicar a la obligación de reparación (44), en defecto de pacto, las soluciones previstas en el Cc para el contrato de arrendamiento, con las necesarias adaptaciones, la doctrina se ha detenido especialmente en examinar qué sucede si el empresario de renting no practica las reparaciones necesarias o éstas son de urgente necesidad. En estos casos, para evitar cualquier tipo de controversia, lo conveniente sería que en el propio contrato se contemplara la posibilidad de que el usuario-arrendatario procediera por sí mismo a realizarlas, subrogándose en lugar del arrendador, de tal forma que el importe de la reparación se descuente de las rentas subsiguientes.

A falta de pacto, hay quien entiende que el usuario podría realizarlas con base en la gestión de negocios ajenos sin mandato de los artículos 1888 y ss. del Cc, pero también se piensa que para la práctica de algunas de estas reparaciones por cuenta del dueño se precisa una resolución judicial (45).

Por otra parte, esta obligación de mantenimiento del empresario de renting, como ya hemos visto, se puede externalizar, puede ser contratada con la casa suministradora u otro profesional competente e incluso, en este caso, el empresario de renting puede subrogar al usuario en las acciones que le correspondan contra la entidad encargada del mantenimiento, con lo que sería posible la acción directa del usuario en defensa de sus intereses (46). También, en este caso, si la empresa de mantenimiento no realiza las reparaciones o éstas son de urgente necesidad podría, en los términos que hemos visto anteriormente, reali-

---

(44) Lo dicho en relación a la obligación de reparación creemos que sería extrapolable a cualquier tipo de obligación derivada de ese concepto más amplio denominado servicio de mantenimiento.

(45) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 890. GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., p. 108. Para mayores precisiones, distinguiendo los diversos supuestos, vid. MACÍAS CERROLAZA, *El arrendamiento de automóviles*, cit., pp. 135, 136, 276, 277 y DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de automóviles*, pp. 119 y 138. En general estos dos últimos autores prescinden de la autorización judicial cuando hay algún tipo de urgencia, si bien parece que dejan la puerta abierta para que esta solución, esto es, no requerimiento de autorización judicial, se aplique con carácter general.

(46) En este caso el arrendador, en principio, no se exime de responsabilidad y, por tanto, si la entidad encargada de mantenimiento no realiza la reparación, el usuario puede proceder a resolver el contrato de arrendamiento. Vid. MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 891. Atentos a lo que sucede en la praxis GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., p. 101, nos dibujan la situación: "Se suele suscribir (en operaciones distintas al *renting* de vehículos) con carácter simultáneo a la operación un contrato de mantenimiento con el proveedor o fabricante (o con un tercero cuya actividad sea el mantenimiento de la clase de bienes que en cada caso se arrienden). En virtud de este contrato, el arrendador cumple la obligación (natural) de mantenimiento de la cosa, obligación que le es propia de acuerdo con las normas aplicables a los contratos de arrendamiento, de acuerdo con nuestro Código Civil". De forma más matizada en la p. 107 señalan:

zarlas el usuario, girándose el importe de la reparación al prestador del servicio de mantenimiento para que lo abone directamente al arrendatario (47).

Es posible pactar en el contrato, ante las dificultades de reparación inmediata, la sustitución o el reemplazo del bien dado en renting por otro del mismo tipo (48). Parece ser que esta sustitución o reemplazo de la cosa también se puede pactar no en el contrato de renting sino en el contrato de mantenimiento que formalizan el arrendador y el arrendatario con el encargado del mantenimiento, que puede ser el proveedor del bien o un tercero (49).

---

"Respecto del mantenimiento y conservación del bien, en la práctica lo habitual es suscribir, simultáneamente a la formalización del *renting*, un contrato de mantenimiento en virtud del cual arrendador y arrendatario encargan el mantenimiento del bien a un servicio técnico (que puede o no ser titularidad del proveedor o estar vinculado al mismo), de manera que en la suscripción de ese contrato el arrendatario reconoce que el arrendador cumple su obligación de mantenimiento y reparaciones y le libera desde ese momento de cualquier cuestión relativa al mismo". En este sentido CANO RICO, J.R., *Manual Práctico...*, cit., pp. 841 y ss., reproduce un formulario de contrato de arrendamiento empresarial (renting) firmado por el arrendador, el arrendatario y el servicio técnico, donde este último se obliga a prestar el servicio de mantenimiento adecuado.

Creo que en relación con este supuesto se podrían dar varias soluciones: a) que el contrato de mantenimiento se celebre entre el arrendatario y el servicio técnico sin que el arrendador asuma ninguna obligación; b) que el contrato de mantenimiento se celebre entre el arrendador y el servicio técnico y, en este caso, el servicio técnico corra con el mantenimiento pero sin liberar de tal obligación al arrendador salvo que así se haya pactado en el contrato de renting, y c) que en el mismo contrato de renting el servicio técnico, mediante firma, se obligue al mantenimiento, exonerándose o no de esta obligación al arrendador. En este sentido, como hemos indicado, hay formularios de contratos firmados por el arrendador, el arrendatario y el servicio técnico. Los supuestos anteriores se contemplan o se pueden deducir del Fundamento de Derecho Segundo de la SAP de La Coruña de 30 de junio de 2004. En todo caso, en los supuestos b) y c) es muy peligroso eximir de la obligación de mantenimiento al arrendador porque el servicio técnico deba proceder a su cumplimiento, ya que en ese caso el arrendatario se podría encontrar sin servicio de mantenimiento si se extingue luego el contrato de mantenimiento celebrado entre el arrendador y el servicio técnico o cuando, en todo caso, la empresa de servicio técnico deja de prestar el servicio de mantenimiento porque, por ejemplo, se ha procedido a su liquidación y consecuente extinción.

(47) GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit. p. 108.

(48) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 890.

(49) GARCÍA SOLÉ, F./GÓMEZ GÁLLIGO, F.J., "Derecho de los bienes muebles", cit., p. 107: "Es frecuente pactar en los contratos de mantenimiento que, en vez de proceder a la reparación de la cosa (muchas veces costosa en términos de tiempo y económicos), se sustituya el bien por otro de igual naturaleza, sin que ello altere en absoluto la naturaleza y los efectos del contrato de *renting*. Incluso se puede prever que una vez reparado se devuelva al arrendatario el bien originalmente arrendado y continúe sobre éste el arrendamiento".

C) Garantizar el goce pacífico

El artículo 1554.3.º del Cc señala que el arrendador está obligado "A mantener al arrendatario en el goce pacífico del arrendamiento por todo el tiempo del contrato". En este apartado, con carácter general, la doctrina, entre otras cuestiones, se refiere a las perturbaciones de mero hecho y a las perturbaciones jurídicas en el uso del bien. En relación a las primeras, nos dice el artículo 1560 del Cc que "El arrendador no está obligado a responder de la perturbación de mero hecho que un tercero causare [...]; pero el arrendatario tendrá acción directa contra el perturbador".

Si la perturbación es de derecho se ataca a la titularidad dominical o de disfrute, es el propio arrendador quien tiene que hacerla cesar. Para hacer viable tal responsabilidad resulta de aplicación el artículo 1559 del Cc sobre la obligación del usuario de comunicar al arrendador, en el más breve plazo posible, toda usurpación o novedad dañosa (50).

D) El saneamiento

Hay que partir del artículo 1553 Cc: "Son aplicables al contrato de arrendamiento las disposiciones sobre saneamiento contenidas en el título de la compraventa. En los casos en que proceda la devolución del precio, se hará la disminución proporcional al tiempo que el arrendatario haya disfrutado de la cosa".

En consecuencia, el empresario de renting responde tanto de los vicios como de la evicción. Esta última parece que coincide con las perturbaciones de derecho a las que anteriormente nos referíamos. Por su parte, la responsabilidad por vicios podría englobarse, junto con la anterior, en la obligación del arrendador, anteriormente tratada, de conservar la cosa arrendada en estado de servir para el uso a que se le destina, mientras dure el arrendamiento (51).

Tanto el saneamiento por evicción como el saneamiento por vicios ocultos, en principio, pueden excluirse a través de una cláusula contractual (artículos 1475 a 1477 y 1485 del Cc) (52), y parece que tal cláusula suele ser frecuente, llegándose a apuntar que puede ser abusiva a menos que el arrendador subrogue

(50) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 892.

(51) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 894.

(52) DÍAZ BAUTISTA, A., *El arrendamiento de vehículos*, cit., p. 134, refiriéndose a la obligación de garantía por vicios, indica que admite pacto en contrario. Señala, sin embargo, que alguna de esas cláusulas exoneratorias tienen un valor relativo, porque por la forma en que, a veces se redactan parecen excluir la responsabilidad por los vicios existentes al tiempo de arrendar, pero no por los sobrevenidos posteriormente, y finaliza señalando que incluso para los existentes al tiempo de contratar estas cláusulas son de interpretación restrictiva, por suponer una exoneración de responsabilidad en un contrato de adhesión.

al usuario en las acciones que le competen como comprador contra el vendedor (53). A nuestro juicio, de acuerdo con todo lo que hemos venido señalando, en este caso la estructura del contrato dejaría de ser de renting o arrendamiento común y pasaría a ser la de leasing o arrendamiento financiero, que tendría los efectos que en la ley se prevén para este último contrato si el arrendador es una Sociedad arrendadora financiera y además se incorporan en él los demás requisitos legales, como la opción de compra (54).

En cualquier caso, este tema queda parcialmente modificado, cuando el arrendatario sea un consumidor o usuario, de acuerdo con la LGDCU. En efecto, la Disposición Adicional Primera II.9.ª de la LGDCU señala que tendrán el carácter de cláusulas abusivas a los efectos previstos en el artículo 10 bis "La exclusión o limitación de forma inadecuada de los derechos legales del consumidor por incumplimiento total o parcial o cumplimiento defectuoso del profesional. En particular las cláusulas que modifiquen, en perjuicio del consumidor, las normas legales sobre vicios ocultos, salvo que se limiten a reemplazar la obligación de saneamiento por la de reparación o sustitución de la cosa objeto del contrato, siempre que no conlleve dicha reparación o sustitución gasto alguno para el consumidor y no excluyan o limiten los derechos de éste a la indemnización de los daños y perjuicios ocasionados por los vicios y al saneamiento conforme a las normas legales en el caso de que la reparación o sustitución no fueran posibles o resultasen insatisfactorias". Mediante esta disposición, en beneficio del consumidor o usuario, el arrendador responderá de la obligación de garantía por vicios o defectos ocultos, aunque se haya pactado lo contrario. El precepto deja a un lado lo vicios aparentes porque el arrendador no será responsable de los defectos que estuvieren a la vista ni de los que no lo estén si el arrendatario es un perito que, por razón de oficio o profesión, debía fácilmente conocerlos (55).

---

(53) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 895. PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit., p. 300.

(54) Esta solución se intuye por MEDINA DE LEMUS, M., cit., 1999, p. 895, cuando refiriéndose al supuesto ahora contemplado señala que "vuelve a aparecer el peligro de que el empresario sea considerado puro mediador porque deja otra ocasión más de asumir las obligaciones propias del contrato que opera, a través de un pacto de exclusión, y obteniendo así mayores bazas para que el *renting* se tenga por un arrendamiento financiero, con las connotaciones ya apuntadas".

(55) MACÍAS CERRALOZA, M., *El arrendamiento de automóviles*, cit., pp. 253 y ss., si bien este autor parece que termina por admitir la nulidad de cualquier cláusula que eximiera al arrendador de cualquier responsabilidad por el cumplimiento de cualquier obligación natural que por el régimen dispositivo del contrato de arrendamiento le correspondiera, lo cual sería de todo punto excesivo. En efecto, señala este autor en las pp. 256 y 257 que "En nuestra opinión,

## 2. Obligaciones del arrendatario

Podemos partir de las obligaciones que para el arrendatario se contienen en el artículo 1555 del Cc.

En este sentido, el artículo 1555.1.º del Cc señala que el arrendatario está obligado "A pagar el precio del arrendamiento en los términos convenidos". Esta obligación del pago del precio es recíproca de la que tiene el arrendador de mantener al usuario en el goce pacífico de la cosa. Sin embargo, si la cesación en el goce de la cosa sobreviene por culpa del usuario, éste sigue estando obligado al pago del precio (56).

---

las cláusulas de exoneración de responsabilidad en los contratos de alquiler de automóviles son abusivas, ya que las compañías arrendadoras deben garantizar el cumplimiento de la finalidad esencial del servicio, esto es que el arrendatario pueda utilizar el automóvil en buen estado de funcionamiento durante el tiempo de vigencia del contrato". Tampoco consideramos, como hace este autor en la p. 263, que según la Disposición Adicional Primera.II.14 de la LGDCU, que prohíbe "La imposición de renuncias o limitación de los derechos del consumidor", se pueda decir que las cláusulas por las que el arrendador es eximido de su obligación de garantía en caso de evicción, en contratos de adhesión, tengan sin más un carácter abusivo y, por tanto, sean nulas de pleno derecho y deban tenerse por no puestas (artículo 10 bis.2 de la LGDCU).

(56) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", cit., p. 900. Por eso no creemos que sean válidas las cláusulas en que se rompe ese equilibrio entre las prestaciones, obligando en todo caso al usuario a seguir pagando los cánones aunque no pueda seguir utilizando la cosa, y por eso podrían ser nulas las cláusulas que incorpora PÉREZ LÓPEZ, E., "Negocios fiduciarios...", cit., pp. 311, 312 y 314, en su "modelo de condiciones generales de un contrato de renting de vehículos": "En el caso de siniestro total de un vehículo el presente contrato quedará resuelto respecto de ese vehículo, no obstante, el/los arrendatario/s vendrá/n obligado/s a pagar las rentas, hasta el momento en que RENTING, S. A., reciba el importe de la indemnización de la Compañía de Seguros en su condición de beneficiario". En otra de sus cláusulas se señala: "La falta de uso, por motivo de reparaciones o cualquier otra causa, no eximirá al arrendatario de atender el pago de la renta mensual".

Este tipo de cláusulas se declaran nulas, aunque se celebren entre empresarios, por la SAP de Lugo de 20 de junio de 2005, en su Fundamento de Derecho Segundo: "En efecto, tal y como se ponía de manifiesto en la sentencia apelada, nada impide que se declare la nulidad de una cláusula que aparezca abusiva, aunque esta pertenezca a un contrato (dentro de las condiciones generales) existente entre dos profesionales, ya que, es lo cierto que no puede existir en las condiciones generales del contrato una posición dominante o desequilibrante respecto de la otra, y que puede considerarse contraria a la buena fe, causando, como se dijo, un importante desequilibrio o una desigualdad evidente de los derechos y obligaciones de las partes, desequilibrio que se aprecia de una simple lectura del contrato objeto de examen y enjuiciamiento (en determinadas cláusulas del mismo que eran plasmadas en la demanda) en las cláusulas séptima (párrafo segundo) y undécima (párrafos segundo, tercero y cuarto) quedando a la vista del contenido de éstas, en clara desventaja el aquí demandante (y arrendatario en el contrato en cuestión), apareciendo ello —tal desventaja y prevalencia de los intereses de una parte sobre los de otra— con claridad, al establecerse (cláusula séptima) que el arrendatario (demandante) debería seguir abonando las rentas, aún en el caso de que la máquina no pueda ser usada, por falta de mante-

En segundo lugar, el artículo 1555.2.º del Cc señala que el arrendatario está obligado "A usar de la cosa arrendada como un diligente padre de familia, destinándola al uso pactado; y, en defecto de pacto, al que se infiera de la naturaleza de la cosa arrendada según la costumbre de la tierra". Sobre esta obligación no se observa particularidad alguna, con respecto a las ya conocidas con carácter general, salvo la necesidad de hacer las correspondientes adaptaciones, por lo que omitimos su tratamiento.

## VI. EXTINCIÓN DEL CONTRATO

Juegan las causas de extinción de los contratos en general y las del arrendamiento en particular, lo que justifica que no hagamos una exposición de éstas.

Quizás, no obstante, sea conveniente referirse al artículo 1568 del Cc: "Si se pierde la cosa arrendada o alguno de los contratantes falta al cumplimiento de lo estipulado, se observará, respectivamente, lo dispuesto en los artículos 1182 y 1183 y en los 1101 y 1124". Respecto de lo que ahora interesa, debe señalarse que si se pierde la cosa, sin culpa o mora del usuario y sin posibilidad de reemplazo, el contrato queda extinguido (57). No creemos que fuera válida una cláusula que impidiera tal extinción, llegando a establecer que el usuario debería seguir abonando los cánones, aunque el bien hubiera perecido por causas que no le fueran a él imputables (58). Cuestión distinta es que se hubiera

---

nimiento y asistencia técnica (que le incumbe al arrendador), esto es, se trataría de mantener la obligación de una parte, sin contraprestación alguna (al no poder ser [...] usada la máquina y, por tanto, sin posibilidad de sacarle ningún rendimiento económico a la misma) por la otra parte contratante...".

Si el arrendatario es un usuario o consumidor final la nulidad de tales cláusulas vendría de la aplicación de la LGDCU. Si, por el contrario, el arrendatario es un empresario vendría de la aplicación de la normativa general de Derecho común (párrafos 6 y ss. del Preámbulo de la Exposición de Motivos y artículo 8.º de la LCGC). En este último supuesto, cuando el arrendatario es un empresario o profesional la nulidad de una cláusula viene, como hemos dicho, de la aplicación de los principios generales de Derecho común, como el de equivalencia de las prestaciones, cuya contravención produciría una situación injusta lesiva que iría contra el principio de buena fe (artículo 1258 del Cc), el orden público (artículo 1255 del Cc) o la prohibición de enriquecimiento injusto. Vid. GUTIÉRREZ GILSANZ, A., *Defensa del usuario...*, cit., pp. 95 y ss.

(57) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", pp. 904 y 905.

(58) MEDINA DE LEMUS, M., "Contrato de renting", p. 902.

contratado un seguro en beneficio del arrendador que proteja sus intereses en este supuesto (59).

Por otro lado, se aplica al renting el aforismo de "venta quita renta" (artículo 1571 del Cc); esto es, el contrato se extingue, a petición del comprador, cuando el arrendador vende la cosa arrendada, salvo que se pacte lo contrario en el contrato de compraventa o el arrendamiento esté inscrito en el Registro (60). Ahora bien, si el arrendamiento lleva incorporada la opción de compra, la venta de la cosa por el arrendador no tendrá efectos sobre la extinción del contrato de arrendamiento, por ser contraria tal extinción a la función económica del contrato en ese supuesto (61).

Cuestión distinta es si el comprador u otra persona a quien corresponda no pide la extinción del arrendamiento ante el cambio operado en la persona del arrendador, es discutible si el arrendatario está obligado a seguir en el contrato, o puede negarse a continuar en la relación poniéndole fin (62).

---

(59) En este sentido es sospechosa de nulidad la siguiente cláusula que se contiene en la Condición General Sexta del Formulario de Hispamer Auto-Renting, S.A., relativo al "Contrato de arrendamiento de vehículos a largo plazo": "SEGURO. El/los ARRENDATARIO/S asume/n todos los riesgos de daños y pérdidas, total o parcial, del vehículo, cualquiera que sea la causa a que corresponda, incluido el caso fortuito, y con el fin de garantizar el cumplimiento de la citada responsabilidad el/los ARRENDATARIO/S se obliga/n a contratar, a su cargo, una póliza de seguro a todo riesgo y sin franquicia debiendo figurar HISPAMER como beneficiario de la misma...". "En el caso de siniestro total del vehículo, el presente contrato quedará resuelto. No obstante, el/los ARRENDATARIO/S vendrá/n obligado/s a pagar las rentas hasta el momento en que HISPAMER reciba el importe de la indemnización de la Compañía de Seguros en su condición de beneficiario...".

La posibilidad de declarar nulas este tipo de cláusulas contenidas en el contrato de renting, aunque el arrendatario sea un empresario, está presente en la SAP de Lugo de 20 de junio de 2005, a la que anteriormente nos hemos referido.

(60) DÍEZ- PICAZO, L./GULLÓN, A., *Sistema de Derecho Civil.* vol. II. *El contrato en general. La relación obligatoria. Contratos en especial. Cuasi Contratos. Enriquecimiento sin causa. Responsabilidad Contractual,* Madrid, 2000, p. 334. MACÍAS CERROLAZA, M., "El arrendamiento de automóviles", cit., pp. 268 a 272, señala que la resolución que contempla el artículo 1571 para el supuesto de compraventa es aplicable a la permuta, así como a la dación en pago, la renta vitalicia, la donación y el legado y que, por el contrario, no se produciría la extinción del contrato de arrendamiento cuando la sucesión en la posición del arrendador se produce *mortis causa* ni tampoco en la hipótesis de usufructo constituido por el arrendador.

(61) Refiriéndose al leasing financiero, vid. VARA DE PAZ, N., "Leasing financiero", en VV.AA., *Entidades del Mercado Financiero,* vol. II, *Operaciones de Activo y Pasivo,* dirs. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas Sánchez, Madrid, 1999, p. 1124.

(62) MACÍAS CERROLAZA, M., *El arrendamiento de automóviles,* cit., p. 272.

## VII. SITUACIONES CONCURSALES

Partiendo de que el renting es un contrato de arrendamiento, vamos a ver, en síntesis, cuáles son las soluciones que se desprenden de la nueva LC [63].

En el Capítulo III del Título III de la LC se regulan los efectos de la declaración de concurso sobre los contratos. No se regulan expresamente los efectos que tiene la declaración de concurso sobre el contrato de arrendamiento y, en consecuencia, hay que partir de los artículos 61 y 62 de la LC, donde se establece el régimen general sobre esta materia, distinguiendo dos supuestos distintos, a los que se aplican también soluciones distintas. El primero de esos supuestos es que en el momento de la declaración de concurso una de las partes hubiera cumplido íntegramente sus obligaciones y la otra tuviera pendiente el cumplimiento total o parcial de las recíprocas a su cargo. En este caso, el contrato no se puede resolver voluntariamente por ninguna de las partes, y el crédito o la deuda que corresponda al deudor declarado en concurso se incluirá, según proceda, en la masa activa o en la masa pasiva del concurso (artículo 61.1 de la LC). Esto es, los créditos del concursado pasarán a englobar la masa activa y las deudas se incluirán en la masa pasiva como deudas concursales y, por tanto, sometidas a la ley del dividendo. En todo caso, el contrato no se puede resolver voluntariamente por ninguna de las partes contratantes por el solo hecho de la declaración de concurso. Sólo se puede resolver, cuando se trate de contratos de tracto sucesivo, por incumplimiento, tanto posterior como anterior a la declaración de concurso (artículo 62 de la LC) [64].

---

[63] Otra cosa es que se le pueda llamar renting a un contrato que es un leasing financiero, que además cumpla los requisitos legalmente establecidos. En este caso se aplicaría el régimen concursal previsto para esta clase de contrato, que aquí no procede examinar. Vid. MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero...", cit., pp. 267 y ss.

[64] Parece que en este caso la resolución sólo puede solicitarla el concursado (o la administración concursal) que ha cumplido íntegramente ante el incumplimiento de la parte *in bonis.* Si, por el contrario, fuera esta última quien hubiese cumplido íntegramente no podría resolver el contrato y sí insinuarse en la masa pasiva del concurso, vid. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., "Comentario al artículo 61 de la Ley Concursal", en Ángel Rojo-Emilio Beltrán, *Comentario de la Ley Concursal,* tomo I, Madrid, 2004, pp. 1140, 1141, 1163, 1164. GÓMEZ MENDOZA, M., "Efectos del concurso sobre los contratos: cuestiones generales", en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia,* tomo 3, Madrid-Barcelona, 2005, pp. 2804, 2806, 2807. Id., "Prestaciones anteriores al concurso en los contratos con obligaciones recíprocas", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal,* 2006, 4, pp. 118 y 119. VALPUESTA GASTAMINZA, E., "Comentario al artículo 62 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la Ley Concursal",* dir. Faustino Cordón Moreno, Elcano (Navarra), 2004, pp. 485, 486. SALELLES, J.R., "La vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas en el concurso: Consideraciones sobre el régimen establecido por el artículo 61 de la Ley Concursal (Ley 22/2003, de 9 de julio), en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro Homenaje a Manuel Olivencia,* tomo 3, Madrid-Barcelona, 2005, pp. 3162 a 3164.

La anterior solución, que hemos dejado esbozada, creemos que no es la aplicable al contrato de arrendamiento y, por tanto, al renting, ya que en este contrato no se puede entender que una de las partes —el arrendador— haya cumplido íntegramente sus obligaciones con la entrega en uso de la cosa, sino que se trata de un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes (65), supuesto al que se refiere el artículo 61.2 de la LC. En este supuesto, que es el que entendemos que le es aplicable, el contrato, en principio, continúa, pues "La declaración de concurso, por sí sola, no afectará a la vigencia de los contratos", y las prestaciones a que está obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa (66). Sin embargo, en este caso, se puede resolver voluntariamente el contrato, ya que "la administración concursal, en caso de suspensión, o el concursado, en caso de intervención, podrán solicitar la

(65) MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero...", cit., p. 291, refiriéndose al arrendamiento financiero, pero cuyas consideraciones pueden valer también para el arrendamiento común, considera que no constituye un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de ejecución por ambas partes a pesar de que el arrendador está obligado a mantener al usuario en el goce pacífico de la cosa. Se basa en que para determinar si un contrato se encuentra pendiente de ejecución deben tenerse en cuenta únicamente sus prestaciones principales y la obligación de mantener al usuario en el goce pacífico de la cosa no sería constitutiva de una prestación principal ya que "no parece tener entidad suficiente". Para este autor, el contrato de arrendamiento financiero solamente se encontraría pendiente de ejecución por ambas partes en el supuesto de que el bien no haya sido entregado al usuario o cuando, habiéndose entregado, el arrendador financiero se encuentre obligado a realizar alguna reparación, siempre que pudiera afirmarse que esta obligación se encontraba pendiente y no incumplida.

Frente a esta opinión se puede entender que aunque el arrendador financiero hubiera entregado el bien el contrato sigue pendiente de ejecución, pues la entrega no agota las prestaciones a que el arrendador se encuentra obligado, porque además de esta entrega debe mantener al usuario en el goce pacífico del bien. Esta misma argumentación serviría para afirmar que un arrendamiento común como es el renting es un contrato pendiente de ejecución por ambas partes porque, además, la obligación de mantener al usuario en el goce pacífico del bien consideramos que sí da lugar a una prestación principal aunque no esencial en el contrato de arrendamiento. A todo lo anterior hay que añadir que en el llamado renting normalmente el arrendador tiene que cumplir con la obligación de mantenimiento que incorpora prestaciones que necesariamente se tienen que dar a lo largo de la duración del contrato. Con carácter general consideran que el contrato de arrendamiento es un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, puesto que el arrendador está obligado a mantener al arrendatario en el goce pacífico del bien mientras dure el contrato: GÓMEZ MENDOZA, M.ª, "Efectos del concurso sobre los contratos...", cit., p. 2805. Id.: "Prestaciones anteriores al concurso...", cit., p. 120. MARTÍNEZ FLÓREZ, A., "Comentario al artículo 61 de la Ley Concursal", cit., p. 1127.

(66) Si son posteriores a la declaración de concurso, las debidas con anterioridad tendrán la consideración de crédito ordinario, nunca la consideración de crédito con privilegio especial como tienen los créditos por cuotas de arrendamiento financiero (art. 90.1.4.º LC) ya que el renting no es un arrendamiento financiero sino, como hemos visto, un contrato de arrendamiento normal de cosas. Vid., en este sentido, la Sentencia del Juzgado Mercantil n.º 3 de Barcelona, de 27 de febrero de 2006.

resolución del contrato si lo estimaran conveniente al interés del concurso". No obstante, si las partes no se ponen de acuerdo en la resolución "las diferencias se sustanciarán por los trámites del incidente concursal y el juez decidirá acerca de la resolución, acordando, en su caso, las restituciones que procedan y la indemnización que haya de satisfacerse con cargo a la masa". Lo anterior significa: a) que la resolución voluntaria se podrá solicitar por la parte concursada y no por la parte *in bonis*, b) que si no hay acuerdo el juez podrá decidir la resolución, pero también podrá decidir la no resolución del contrato y c) que si el juez decide la resolución, para lo que, sin duda, habrá tenido también en cuenta, en última instancia, los intereses de la parte *in bonis*, estos intereses quedan nuevamente protegidos si tenemos en cuenta que el juez ha de fijar las restituciones que procedan y una indemnización a favor de esa parte *in bonis*, que ha de satisfacerse con cargo a la masa (67).

(67) Todas estas precauciones requeridas para que opere la resolución voluntaria compensan el perjuicio que se pueda ocasionar al arrendatario cuando se declara en concurso al arrendador, por cuanto aun cuando el arrendatario tenga intención de pagar escrupulosamente los cánones, le puede ser arrebatado el bien si la parte concursada —el arrendador— solicita la resolución voluntaria del contrato. Precisamente esta situación que se considera en cierta medida injusta parece que es lo que ha llevado a considerar que no se le puede aplicar al arrendamiento financiero el régimen correspondiente a los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes. Vid. MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero...", cit. p. 292. En efecto, si se considera, como hace el autor, que el contrato sólo está pendiente de ejecución por parte del arrendatario, se le aplicaría el artículo 61.1 de la LC y el arrendador concursado no podría pedir la resolución voluntaria del contrato, salvo que hubiese incumplimiento por parte del arrendatario. Sin embargo, nosotros creemos que el arrendatario se encuentra suficientemente tutelado aun cuando se califique el contrato de arrendamiento financiero —la misma solución vale para el arrendamiento común— de contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, pues aun cuando en este caso el arrendador concursado —o la administración concursal— pueda pedir la resolución del contrato, para que esta se produzca se tienen que dar, como hemos indicado en el texto, una serie de requisitos que juegan como verdaderos contrapesos a favor de los intereses del arrendatario. En efecto, si no hay acuerdo entre las partes, si hay o no resolución lo decidirá el juez, que para preservar los intereses del arrendatario podría denegarla, si bien también tendría en cuenta los intereses del arrendador a que una vez declarado en concurso no tenga que seguir haciendo frente a las continuas prestaciones y desembolsos que puede requerir el continuo mantenimiento y reparación del bien. Por otra parte, como hemos visto, si el juez decide la resolución se tendría que hacer frente con cargo a la masa a las restituciones y a la indemnización que hubiera fijado para compensar al arrendatario por no poder seguir utilizando el bien, y esto hará que el arrendador (o los administradores concursales) se lo piensen dos veces antes de pedir la resolución del contrato.

Es cierto que en el Derecho comparado (tomo los datos de MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero...", cit., p. 292, nota 90) la protección jurídica del arrendatario puede tener lugar por otra vía distinta, impidiendo al arrendador concursado resolver el contrato de arrendamiento. Así sucede en Portugal, de acuerdo con el artículo 104 del reciente Decreto-Ley núm. 53/2004, de 18 de marzo, que, en caso de insolvencia del usuario, permite al órgano de adminis-

En este segundo supuesto, también se aplica la resolución por incumplimiento del artículo 62 de la LC, ya que este precepto se refiere tanto a los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes como a los contratos de tracto sucesivo o de duración, y ambas cosas están presentes en el contrato de arrendamiento. Como el contrato de arrendamiento no sólo es un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento —en cuyo caso sólo cabe la resolución del contrato por incumplimiento posterior a la declaración de concurso— sino también un contrato de tracto sucesivo, cabrá la resolución del contrato tanto por incumplimiento posterior como anterior a la declaración de concurso (artículo 62.1 de la LC). La acción resolutoria se ejercitará ante el juez del concurso y se sustanciará por los trámites del incidente concursal (artículo 62.2 de la LC).

Si bien "Aunque exista causa de resolución, el juez, atendiendo al interés del concurso, podrá acordar el cumplimiento del contrato, siendo a cargo de la masa las prestaciones debidas o que deba realizar el concursado" (artículo 62.3).

"Acordada la resolución del contrato quedarán extinguidas las obligaciones pendientes de vencimiento. En cuanto a las vencidas, se incluirá en el concurso el crédito que corresponda al acreedor que hubiera cumplido sus obligaciones contractuales, si el cumplimiento del concursado fuera anterior a la declaración del concurso; si fuera posterior, el crédito de la parte cumplidora se satisfará con cargo a la masa. En todo caso, el crédito comprenderá el resarcimiento de los daños y perjuicios que proceda" (artículo 62.4 de la LC).

Otra cuestión a tener en cuenta sería si al contrato de renting, como arrendamiento que es, le es aplicable el artículo 69 de la LC, relativo a *la rehabilitación de contratos de adquisición con precio aplazado* (68). La aplicación de tal precepto ha sido defendida para el arrendamiento financiero porque puede con-

---

tración seguir cumpliendo el contrato u optar por la resolución, mientras que si el declarado en insolvencia es el arrendador financiero no le confiere dicho derecho de opción. El artículo 104 señala: "Venta con reserva de dominio y operaciones semejantes. 1. En el contrato de compraventa con reserva de dominio en que el vendedor sea insolvente, la otra parte parte podrá exigir el cumplimiento del contrato si la cosa había sido entregada en la fecha de declaración de la insolvencia. 2. Lo dispuesto en el número anterior será aplicable, en el caso de insolvencia del arrendador en el contrato de arrendamiento financiero y en el contrato de arrendamiento con cláusula de que el bien arrendado devendrá propiedad del arrendatario después de satisfechas todas las rentas pactadas...".

(68) "Artículo 69. Rehabilitación de contratos de adquisición de bienes con precio aplazado.—1. La administración concursal, por propia iniciativa o a instancia del concursado, podrá rehabilitar los contratos de adquisición de bienes muebles o inmuebles con contraprestación o precio aplazado cuya resolución se haya producido dentro de los tres meses precedentes a la declaración de concurso, siempre que, antes de que finalice el plazo para la comunicación de créditos, notifique la rehabilitación al transmitente, satisfaga o consigne la totalidad de las cantidades debidas en el momento de la rehabilitación y asuma los cargos futuros con cargo a la

siderarse un contrato de adquisición de bienes muebles o inmuebles con contraprestación o precio aplazado, que es el supuesto al que se refiere el artículo 69 de la LC, porque la aplicación de este precepto al arrendamiento financiero no supone ningún perjuicio para el arrendador financiero ya que éste verá íntegramente satisfecho su crédito y porque esta solución concuerda con la finalidad del precepto, que es ofrecer todas las medidas posibles al deudor para la salvaguarda de la actividad empresarial o profesional, sin menoscabar los derechos del acreedor (69). Si esto es así, la misma solución podría valer para el denominado contrato de renting, como contrato de arrendamiento que es, cuando lleve incorporada una opción de compra a favor del arrendatario, pues, en este caso se le puede atribuir a este contrato la misma finalidad adquisitiva que al leasing financiero (70).

---

masa. El incumplimiento del contrato que hubiera sido rehabilitado conferirá al acreedor el derecho a resolverlo sin posibilidad de ulterior rehabilitación. 2. El transmitente podrá oponerse a la rehabilitación cuando, con anterioridad a la declaración de concurso, hubiere iniciado el ejercicio de las acciones de resolución del contrato o de restitución del bien transmitido, o cuando, con la misma antelación, hubiese recuperado la posesión material del bien por cauces legítimos y devuelto o consignado en lo procedente la contraprestación recibida o hubiese realizado actos dispositivos sobre el mismo a favor de tercero, lo que habrá de acreditar suficientemente si no constare a la administración concursal".

(69) MARTÍNEZ ROSADO, J., "El leasing financiero...", cit., pp. 281, 282, 294 y 295. GADEA SOLER, E., "Comentario al artículo 69 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la legislación concursal (Ley 22/2003 y 8/2003 para la Reforma Concursal)*, tomo I, dirs. Juana Pulgar Ezquerra, Carmen Alonso Ledesma, Alberto Alonso Ureba y Guillermo Alcocer Garau, Madrid, 2004, p. 755. MARÍN LÓPEZ, M. J., "Comentario al artículo 69 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la Ley Concursal*, coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano, vol. I, *Artículos 1 a 115*, Madrid, 2004, pp. 808, 809. Una posición distinta es la defendida por VALPUESTA GASTAMINZA, E., Comentario a los artículos 68 y 69 de la Ley Concursal, en *Comentarios a la Ley Concursal*, dir. Faustino Cordón Moreno, Elcano (Navarra), 2004, pp. 527, 528, 536, que considera que el artículo 69 de la LC no es aplicable a los contratos de leasing porque este negocio no se puede asimilar a una adquisición con precio aplazado. Sin embargo sí que quedarían sometidos al artículo 68 de la LC pues se trata de contratos de crédito *latu sensu*.

(70) Más difícil sería argumentar la rehabilitación del renting sin opción de compra, a partir de su carácter arrendaticio, en el artículo 70 de la LC, referido a la rehabilitación del contrato de arrendamiento urbano: "Enervación del desahucio en arrendamientos urbanos.—La administración concursal podrá enervar la acción de desahucio ejercitada contra el deudor con anterioridad a la declaración de concurso, así como rehabilitar la vigencia del contrato hasta el momento mismo de practicarse el efectivo lanzamiento. En tales casos, deberán pagarse con cargo a la masa todas las rentas y conceptos pendientes, así como las posibles costas procesales causadas hasta ese momento. No será de aplicación en estos casos la limitación que establece el último párrafo del artículo 22 de la Ley de Enjuiciamiento Civil". Sobre el ámbito de aplicación de este precepto vid. CRESPO ALLUÉ, F., "Comentario al artículo 70 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la Legislación Concursal*, tomo II, dirs. Juan Sánchez-Calero y Vicente Guilarte

Obviamente el renting celebrado en los dos años anteriores a la declaración de concurso, si es perjudicial para la masa activa, puede ser revocado mediante el ejercicio de las acciones de reintegración por parte de la administración concursal o, subsidiariamente, por parte de los acreedores (artículos 71 a 73 de la LC).

Finalmente, hay que tener en cuenta que el arrendador en el contrato de renting puede haber adquirido el bien previamente de un tercero proveedor, a los efectos de poder luego transmitirlo al usuario. Pues bien, si ese tercer proveedor cae en concurso antes de entregar el bien podría resolver el contrato (artículo 61.2), y esa eventual resolución podría llevar consigo la resolución del renting si éste ya se hubiera formalizado, por no poder entregar al usuario-arrendatario el bien objeto del contrato. Si, por el contrario, el proveedor cae en concurso después de entregar el bien no estaríamos ante un contrato pendiente de cumplimiento por ambas partes y, en consecuencia, por aplicación del artículo 61.1 de la LC el proveedor, en principio, no podría resolver el contrato concluido con el arrendador y, por tanto, el concurso del proveedor no afectaría al contrato de renting celebrado entre arrendador y arrendatario-usuario.

---

Gutiérrez, Valladolid, 2004, p. 1350. GONZÁLEZ GARCÍA, J.M., "Comentario al artículo 70 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la Legislación Concursal (Ley 22/2003 y 8/2003 para la Reforma Concursal)*, tomo I, dirs. Juana Pulgar Ezquerra, Carmen Alonso Ledesma, Alberto Alonso Ureba y Guillermo Alcocer Garau, Madrid, 2004, p. 760. VALPUESTA GASTAMINZA, E., "Comentario al artículo 70 de la Ley Concursal", en *Comentarios a la Ley Concursal*, dir. Faustino Cordón Moreno, Elcano (Navarra), 2004, p. 541. MADRAZO, J., "Comentario al artículo 70 de la Ley Concursal", en Ángel Rojo/Emilio Beltrán, *Comentario a la Ley Concursal*, tomo I, Madrid, 2004, p. 1288.

# LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y LA LUCHA CONTRA LOS ABUSOS DE MERCADOS TRANSFRONTERIZOS

ESTHER HERNÁNDEZ SAINZ

*Doctora en Derecho mercantil*
*Profesora Colaboradora del Departamento de Derecho de la Empresa*
*Universidad de Zaragoza*

## SUMARIO

I. EL IMPARABLE PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EN EL MARCO GENERAL DE LA GLOBALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA.

**1. El proceso de internacionalización de los mercados de valores.**
**2. Efectos de la internacionalización.**

II. LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS ABUSOS DE MERCADO.

**1. Descripción del fenómeno.**
**2. Factores clave en la lucha contra los abusos de mercado transnacionales.**

III. LA APLICACIÓN EN EL ESPACIO DE LAS PROHIBICIONES DE ABUSO DE MERCADO CUANDO CONCURREN ELEMENTOS DE EXTRANJERÍA. EL ARTÍCULO 84.8 DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES.

**1. El principio de territorialidad en la aplicación de las normas sancionadoras y la introducción de criterios complementarios.**
**2. El criterio del efecto.**

**3. El criterio de la actividad. Restricción de su aplicación a las operaciones desarrolladas en los mercados comunitarios.**

**4. La necesaria jerarquización en la aplicación de los criterios del efecto y la actividad.**

IV. LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL.

**1. Introducción. La promoción de la cooperación por parte de los organismos internacionales relacionados con los mercados de valores.**

**2. La cooperación en el seno de la Unión Europea.**

A) La cooperación como instrumento indispensable para la integración de los mercados financieros.

B) La cooperación en la Directiva de Abuso de Mercado.

C) La cooperación de la Unión Europea con Estados no miembros.

**3. La cooperación entre España y países no miembros de la Unión Europea.**

A) La cooperación a través de vías genéricas: la asistencia judicial internacional en materia civil y mercantil y los tratados de asistencia mutua en materia penal.

B) La cooperación específica en el ámbito de los mercados de valores.

*a) El Convenio del Consejo de Europa relativo a las operaciones financieras de los iniciados.*

*b) Los* Memoranda of Understanding *(MOU).*

*c) Los acuerdos multilaterales. Hacia una globalización de la cooperación.*

*d) Comunicados, declaraciones conjuntas y canjes de notas.*

**4. La previsión en el Derecho interno de los medios necesarios para cooperar.**

A) La necesidad de regulación por el Derecho nacional de medios y facultades para la cooperación.

B) El modelo norteamericano y el impulso de las Directivas europeas.

C) La regulación de la cooperación en el artículo 90 de la Ley de Mercado de Valores. Tres niveles de cooperación.

*a) El genérico deber de cooperación con las autoridades extranjeras.*

*b) La cooperación en materia de inspección, supervisión y sanción de conductas irregulares.*

*c) Un supuesto especial de intensa cooperación. La cooperación en la persecución y sanción de los abusos de mercado en el seno de la Unión Europea.*

V. CONCLUSIONES.

## I. EL IMPARABLE PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EN EL MARCO GENERAL DE LA GLOBALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA

### 1. El proceso de internacionalización de los mercados de valores

En las últimas décadas, hemos asistido a una rápida internacionalización de los mercados de valores, que se enmarca dentro de un proceso más amplio de globalización de la Economía y liberalización del comercio internacional. La intensificación de las relaciones económicas a escala regional e incluso planetaria [(1)] ha propiciado un aumento de las inversiones transfronterizas y ha iniciado un proceso de internacionalización de los mercados financieros.

---

(1) Los espectaculares avances tecnológicos de las últimas décadas, que han supuesto una revolución en el transporte y sobre todo en las comunicaciones, han propiciado la intensificación de las relaciones comerciales y económicas a nivel planetario. Este intenso proceso se ha visto favorecido por una liberalización de las Economías a nivel mundial, con una progresiva supresión de las restricciones a los intercambios. Todas estas circunstancias conducen a la creación de mercados que superan el ámbito geográfico estatal. El paradigma de mercado supranacional lo constituye la Unión Europea, que ha logrado crear un mercado regional que abarca el territorio de veinticinco Estados. El modelo ha resultado atractivo y otras regiones del mundo han puesto en marcha proyectos similares, si bien el nivel de integración es inferior al alcanzado en Europa. Las experiencias varían desde un simple marco de consulta mutua en Asia (ASEAN), o de cooperación económica en la zona de Asia Pacífico (APEC), a un zona de libre comercio entre EE.UU., México y Canadá (instaurada mediante el Tratado de libre comercio —NAFTA—) o de unión aduanera en América del Sur (MERCOSUR) entre Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, o incluso una organización para armonizar el derecho económico entre los países africanos que tienen como moneda el franco (OHADA). Pero la globalización no queda ahí, sino que se extiende a nivel planetario. Al tiempo que se consolidan mercados regionales unificados interiormente en distintas áreas del globo, las barreras entre unos y otros mercados regionales van reduciéndose de tal manera que se tiende a una integración a nivel global. En torno al proceso de globalización económica véase ADDA, J., *La globalización de la economía: orígenes y desafíos,* Madrid, 1999.

La internacionalización de los mercados de valores implica una extensión de las actividades de los emisores, los inversores, los mercados y los intermediarios financieros más allá de las fronteras de un solo país. Las empresas, especialmente las grandes multinacionales, compiten por la captación de capital a nivel mundial y recurren a los mercados de capitales de más de un país, realizando emisiones con tramos internacionales y solicitando la admisión de sus valores en más de un mercado (*cross listing*). Los inversores, particularmente los institucionales, buscan una diversificación del riesgo, invirtiendo en valores de distinta procedencia. Los mercados de valores extienden sus actividades fuera de las fronteras nacionales, permitiendo la cotización de empresas extranjeras y la presencia de inversores no nacionales; llegándose incluso a la creación de plataformas de negociación transnacionales como Euronext (2). Los intermediarios captan clientes fuera de las fronteras de su país de origen y les ofrecen instrumentos financieros de diversa procedencia. En resumen se observa una progresiva internacionalización de los mercados de valores, si bien la incidencia de este fenómeno varía de unos países a otros (3).

---

(2) Euronext es una plataforma común de negociación que interconecta varios mercados europeos. Cada uno de los mercados integrados en dicha plataforma continúa sometido a las leyes del país donde se asienta y bajo la supervisión y el control de sus autoridades nacionales, pero la negociación a través de la plataforma se rige por unas reglas de mercado armonizadas. El Euronext está gestionado por una sociedad *holding* (Euronext, N.V.) creada al amparo de la normativa holandesa, el 20 de septiembre de 2000, a partir de la integración en un grupo de las sociedades rectoras de los mercados de París (*Société des Bourses Françaises, S.A.*), Amsterdam (*Amsterdam Exchanges, N.V.*) y Bruselas (*Société de la Bourse de Valeurs Mobilières de Bruxelles, S.A.*). Tras la creación de Euronext, N.V., se cambió la denominación de las tres sociedades, que se convirtieron en filiales de Euronext, con el nombre de Euronext Amsterdam, N.V., Euronext Brussels, S.A. y Euronext París, S.A. En el año 2001 adquirió el mercado londinense de derivados LIFFE, y se incorporó al grupo la Bolsa de Lisboa y Oporto (BVLP), que pasaría a denominarse Euronext Lisboa. Además tiene acuerdos de interconexión con la Bolsa de Helsinki y con la Bolsa polaca, y de cooperación con la de Tokio. Integra en su seno mercados de renta variable en distintos segmentos, incluido el de empresas en crecimiento, junto con mercados de derivados. Un resumen del funcionamiento del Euronext puede verse en LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores...*, op. cit., pp. 10-12, o CONDE AMO, I. B. y CONDE LÓPEZ, A., *Mercados Financieros I. Análisis y gestión de valores bursátiles*, Colex, Madrid, 2003, pp. 459-494. También puede obtenerse más información sobre este mercado y sus reglas de funcionamiento en las siguientes páginas web: www.stockexchange.be y www.bourse-de-paris.fr.

(3) El grado de internacionalización de un mercado puede valorarse atendiendo a tres parámetros, a saber: el volumen alcanzado por la negociación de valores emitidos por entidades extranjeras, el peso de la inversión extranjera en el mercado nacional y la importancia de la oferta de servicios de inversión por parte de empresas extranjeras. En la actualidad son los mercados de Reino Unido, Estados Unidos y Japón los que han alcanzado un mayor nivel de internacionalización. A modo de ejemplo en el NYSE cotizaban a fecha 20 de marzo de 2006 valores de 453 empresas extranjeras de 47 países distintos (véase los datos ofrecidos en su

Este proceso de internacionalización se ha visto favorecido e impulsado por diversos factores, de entre los que destacamos los siguientes:

1) El desarrollo tecnológico en el campo de la informática y las telecomunicaciones, que ha permitido la negociación simultánea de un mismo valor en mercados geográficamente distantes y ha posibilitado la concentración de los procesos de cotización, negociación y liquidación de las transacciones, aumentando su eficiencia y abaratando sus costes. Entre estos avances destaca como uno de los de mayor impacto el desarrollo de INTERNET, por sus aportaciones a la globalización del mercado de servicios financieros y a la mejora en la transmisión de información financiera (4).

página web: www.nyse.com). Por lo que respecta a nuestro país, desde finales de los años noventa se ha producido una fuerte internacionalización tanto de la oferta como de la demanda de valores, adquiriendo los emisores e inversores extranjeros un lugar cada vez más relevante en nuestros mercados; hasta el punto de que en torno a la cuarta parte de los valores a disposición de los inversores españoles corresponde a emisores del resto del mundo. En el lado de la demanda de valores, el sector no residente ha venido aumentando gradualmente su participación en los mercados españoles de renta variable y renta fija, especialmente desde la adopción del euro. A finales de 2004 el porcentaje de deuda del Estado no segregada en manos de extranjeros sobrepasaba el 40%, al tiempo que concentraban cerca del 65% del valor de las transacciones en la Bolsa española entre enero y noviembre de 2004. Por lo que respecta a la internacionalización en la prestación de servicios financieros, hay que decir que la presencia internacional de las empresas de servicios de inversión españolas sigue siendo reducida, aunque se observa un mayor interés del sector en ampliarla. En cuanto a la presencia de prestadores de servicios de inversión extranjeros en nuestro país, se ha producido un aumento considerable en los últimos años, destacando especialmente la prestación de servicios de inversión por entidades autorizadas en Reino Unido. Véase al respecto los datos y conclusiones ofrecidos por CNMV, *Informe anual de la CNMV 2004 sobre los mercados de valores y su actuación*, Madrid, agosto 2005, pp. 20-21, 106-107 y 114-115; así como los trabajos de ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J., "La transformación de los mercados de valores", *Papeles de economía española,* n.º 100 (2004), pp. 256 y ss., donde reconocen que una de las principales transformaciones que han sufrido nuestros mercados de valores ha sido su internacionalización (p. 264); y PAREJO, J.A., CUERVO, Á., CALVO, J.A. y RODRÍGUEZ, L., *Manual de sistema financiero español,* 17.ª ed., Ariel Economía, Barcelona, 2004, pp. 652-657.

(4) Internet reporta importantes beneficios a todos los intervinientes en el mercado. Así, ha eliminado la barrera que supone la distancia física entre usuarios y proveedores de servicios financieros. Los inversores, gracias a Internet, tienen acceso a una mayor variedad de servicios financieros, fácilmente comparables entre sí, y los intermediarios pueden dirigirse a un número mucho mayor de inversores, traspasando incluso las fronteras nacionales. También ha revolucionado la transmisión de información financiera, ya que permite su difusión de forma casi inmediata, con un alcance ilimitado y a un precio asequible incluso para el más modesto inversor no profesional. El propio legislador ha considerado que Internet es el canal que mejor permite alcanzar el objetivo de una difusión inmediata y amplia de las informaciones relevantes en

2) La liberalización de los movimientos de capital y la desregulación de los mercados de valores que ha supuesto la supresión de las barreras económicas y jurídicas que frenaban la internacionalización [5]. En este contexto se han suprimido las restricciones a la emisión y colocación de valores extranjeros en

condiciones de igualdad y lo consagra como el instrumento predilecto para su publicación. Así, el artículo 117.2 de la LMV obliga a las sociedades cotizadas a contar con una página web en la que no sólo debe darse información a los accionistas, sino también difundir toda información relevante a los inversores. También el artículo 82.3 de la LMV obliga a los emisores de valores a incluir en sus páginas de Internet toda información relevante. A los emisores la Red les permite buscar financiación en todo el mundo, ya que Internet abre la posibilidad de llevar a cabo ofertas mundiales de valores. Para un análisis detallado de las ventajas que reporta Internet a los emisores, los intermediarios y los inversores, véase COFFEE, J., "Brave new world?: The impact(s) of the Internet on modern Securities Regulation", *Bussiness Lawyer,* vol. 52 (1997), pp. 1195 y ss., COB, *Les entretiens de la COB. Les marchés financiers à l'heure d'Internet,* París, 1998, pp. 55-60.

[5] En el último cuarto del siglo XX comenzó un movimiento imparable, especialmente en los países industrializados, tendente a facilitar la libre circulación de capitales, que ha propiciado la supresión de las restricciones a la inversión extranjera al tiempo que se facilita la inversión nacional en el exterior. Con ello se logra una canalización de los recursos hacia su empleo más eficiente a nivel mundial. Sobre el proceso de liberalización de los movimientos de capital véase ADAMS, C., MATHIESON, D., SCHINASI, G. y CHADHA, B., *International Capital markets: developments, prospects and key policy issues,* World Economic and Financial surveys, FMI, Washington, 1998, y GUITIÁN, M., "Evolución y perspectivas de la liberalización de los movimientos de capital", en *Sistemas financieros ante la globalización,* (coord. Guitián, M. y Varela, F.), Pirámide, Madrid, 2000, pp. 35 a 47. En España, la liberalización comienza con la Ley 18/1992, de 1 de julio, por la que se establecen determinadas normas en materia de inversiones extranjeras en España (BOE de 3 de julio), el RD 671/1992, de 2 de julio, sobre inversiones extranjeras en España (BOE de 4 de julio) y el RD 672/1992, de 2 de julio, sobre inversiones españolas en el exterior (BOE de 4 de julio). Estas normas traen su causa en la Directiva del Consejo 88/361/CEE, de 24 de junio de 1988, para la aplicación del artículo 67 del Tratado de la CEE (DOCE L n.º 178, de 8 de julio de 1988). En la actualidad el proceso ha culminado, y así el artículo 1 de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de Control de Cambios (BOE 5-7-2003) establece el principio de libertad de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior. Destacar que la posibilidad de limitar o restringir los movimientos de capital con determinados países queda en manos de la Unión Europea, con arreglo a lo previsto en los artículos 75, 59 y 60 TCCE (arts. 4, 5 y 6 Ley 19/2003, de 4 de julio). Para un comentario del proceso liberalizador de los movimientos de capital en España véase MUIÑA MERINO, N., "Inversiones extranjeras en España e inversiones españolas en el extranjero", *Derecho del Mercado Financiero,* t. I, vol. 2 (dir. Alonso Ureba, A. y Martínez-Simancas y Sánchez, J.), Madrid, 1994, pp. 181 y ss., y PAREJO, J. A., CUERVO, Á., CALVO, J.A. y RODRÍGUEZ, L., *Manual de sistema financiero...,* op. cit., pp. 648-652.

nuestros mercados [6] al tiempo que se facilita la emisión y colocación de valores en otros países por parte de emisores residentes.

La liberalización de los flujos de capital ha ido acompañada de un movimiento desregulador tendente a la supresión de las trabas jurídicas que sostenían un modelo de mercado cerrado, fuertemente estructurado y con una competitividad limitada. Esa rígida regulación estructural ha sido sustituida por una neoregulación que consagra la libertad de mercado acompañada del establecimiento de una amplia panoplia de normas de comportamiento que deben respetar todos los operadores de mercado [7]. Dentro de este proceso, se han simplificado los requisitos de registro y de información periódica para los emisores extranjeros, y se han removido los obstáculos para la admisión a cotización de sus valores. Además se ha facilitado la actuación de intermediarios extranjeros, especialmente comunitarios, en los mercados nacionales, mediante la implanta-

---

[6] En España no existen, en la actualidad, restricciones a la emisión y colocación de valores extranjeros en nuestros mercados. En su redacción inicial, el artículo 25, párr. 2.º, letra d) de la LMV preveía la posibilidad de que el Ministerio de Economía y Hacienda sometiese a autorización las emisiones realizadas por no residentes, pero en virtud del RD 672/1992, de 2 de julio (BOE de 4 de julio), desarrollado por la OM de 18 de diciembre de 1992 (BOE de 28 de diciembre), estas emisiones se declararon libres. Finalmente el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (BOE 14-3-2005) ha dado nueva redacción al artículo 25 de la LMV, eliminando cualquier referencia a las emisiones realizadas por no residentes, que a todos los efectos se equiparan a las realizadas por los nacionales. Incluso se admite que la CNMV apruebe el folleto elaborado con arreglo a la legislación del Estado del emisor siempre que éste se elabore con arreglo a los estándares internacionales establecidos por la IOSCO (vid. artículo 31 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre).

[7] En España, el proceso de desregulación, o mejor de neoregulación, se produce con la LMV de 1988, siguiendo la estela de un proceso que tiene su origen en los mercados anglosajones (*May Day* en EE.UU., *Big Bang* británico). Véase POSER, N., *International Securities Regulation. London's Big Bang and European Securities Markets*, Little Brown, Boston-Toronto-Londres, 1991. Con la LMV se eliminaron las barreras de entrada, salida y competencia en los mercados, fijándose un marco general de actuación y un sistema de vigilancia bajo la tutela de la CNMV. La liberalización de los mercados a través de la supresión de trabas administrativas y jurídicas ha continuado con las dos grandes reformas de la LMV, la producida en 1998 con la LRLMV y la de 2002 con la LRSF. La desregulación no supone en ningún caso la anomia, la desaparición de las normas, sino la búsqueda de normas que posibiliten un incremento de la competitividad y la eficiencia de nuestro mercados. Ha surgido así una nueva y más enérgica normativa que garantiza un comportamiento correcto (normas de conducta) de todos los participantes en el mercado y que minimiza los riesgos del sistema. Sobre el proceso desregulador y neoregulador en los principales mercados y en España véase SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La nueva legislación del mercado de valores (Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)", en *Perspectivas actuales del Derecho Mercantil* (coord. Sánchez Calero, F.), Pamplona, 1995, pp. 91 a 119, y SALINAS ADELANTADO, C., "Desregulación y neoregulación en el mercado de valores", *RDM* n.º 224 (1997), pp. 709 a 775.

ción del mecanismo del "pasaporte comunitario" único [8]. Todo ello se ha traducido en un aumento de la competencia y una internacionalización, si bien moderada, de nuestro mercado de servicios financieros.

3) Crecimiento de las fórmulas de inversión colectiva (fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.). La capacidad inversora de estas instituciones, unida a su interés por la diversificación del riesgo, propicia que parte de sus inversiones se realicen en mercados extranjeros, favoreciendo la internacionalización.

Sin embargo, aún estamos lejos de alcanzar un auténtico mercado global que permitiría a un emisor financiarse acudiendo a inversores de cualquier parte del mundo, que a su vez podrían negociar internacionalmente sus valores gracias a la interconexión de las principales plazas financieras o incluso utilizando mercados transnacionales. La realidad es que las emisiones internacionales suelen limitarse a unos pocos mercados y que la negociación simultánea y directa de valores idénticos de un mismo emisor en más de un mercado sigue siendo excepcional [9]. Sólo unos pocos valores son verdaderos "valores globa-

---

[8] 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 (DOCE n.º L 141/27, de 11 de junio) —conocida por sus siglas DSI— hizo realidad el principio de libre prestación de servicios y el derecho de establecimiento para las empresas que prestan servicios de inversión, a través del sistema de reconocimiento mutuo de las autorizaciones otorgadas por otros Estados miembros (es el denominado "pasaporte comunitario"). Con una única autorización cualquier prestador de servicios de inversión podrá actuar en cualquier país de la UE, estableciendo sucursales o prestando directamente sus servicios. La incorporación de la DSI a nuestro ordenamiento se produjo con la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV (BOE de 17 de noviembre), que dio nueva redacción al Título V de la LMV. La DSI ha sido sustituida y mejorada por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante DMIF). Esta Directiva mantiene el mecanismo del pasaporte comunitario como instrumento que garantiza la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios y ahonda en la armonización de la normativa que rige el funcionamiento de los prestadores de servicios de inversión.

[9] Es más frecuente en cambio la utilización de mecanismos indirectos para el acceso a diversos mercados, como por ejemplo los ADRs (*American Depositary Receipts*) o GDRs (*Global Depositary Receipts*). Se trata de certificados representativos de instrumentos financieros de una sociedad extranjera que se emiten contra el depósito de valores extranjeros en una entidad financiera nacional. Esos certificados pueden ser admitidos a negociación en los mercados nacionales. En realidad aquí no hay una cotización simultánea de un mismo valor, sino la emisión de sustitutos o derivados. Sobre estas figuras véase VENTORUZZO, M., "Gli 'American Depositary Receipts': problemi in tema di emissione, cross listing e disciplina delle società quotate", *Riv. Soc.*, vol. 46 (4) (2001), pp. 883 a 954.

les" (10). Y ello debido a que subsisten aún numerosas barreras entre las que destacamos: las divergencias en los sistemas contables (11), las diferencias en las normativas nacionales sobre emisiones y admisiones a cotización (12), las discordancias en el régimen jurídico de los emisores y los valores emitidos por éstos (13), o la falta de conexión entre los sistemas de compensación y liquidación.

No obstante, algunas de estas dificultades comienzan a desaparecer, al menos entre los países económicamente más avanzados. Así, se ha producido una convergencia en los estándares contables entre EE.UU. y los países integrantes de la UE, facilitando la compatibilidad de la normativa contable de los principales centros financieros mundiales. Desde 2005 las empresas que cotizan en mercados europeos y en el mercado estadounidense puedan presentar unos mismos estados financieros elaborados conforme a los IFRS (*International Financial Reporting Standards* aprobados por el IASB). Se termina así con la paradoja de que las sociedades cotizadas más relevantes a ambos lados del Atlántico tuviesen que mantener una doble contabilidad y elaborar sus cuentas anuales y demás informes contables periódicos con arreglo a dos modelos contables diferen-

---

(10) Las acciones globales (*global shares*) son acciones pertenecientes a una misma clase e intercambiables entre sí, que cotizan en las principales bolsas del mundo. Véase MARANO, P., "Cross listing, global shares e azioni dematerializzate", *BBTC*, n.º 6, nov.-dic. 2005, pp. 724 y ss. Algunas compañías como Daimler-Chrysler o Deustche Bank han emitido "acciones globales". Con relación a las acciones globales emitidas por sociedades alemanas véase GRUSON, M., "Global shares of German corporations and their dual listing on the Frankfurt and New York Stock Exchange", en Horn, Norbert (ed.), *Cross-border Mergers and Acquisitions and the Law*, Kluwer Law International, La Haya, 2001, pp. 163-230.

(11) Véase, al respecto, EBKE, W. F., "Accounting, Auditing and Global Capital Markets" en *Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber Amicorum Richard M. Buxbaum* (eds. BAUMS, T., HOPT, K. J. y HORN, N.), Kluwer Law International, Londres, 2000, pp. 113 a 136. El autor considera imprescindible armonizar los principios y el lenguaje contable a nivel mundial, así como establecer unos principios generales comunes en materia de auditoría.

(12) En la actualidad las emisiones globales de valores se ven obstaculizadas por las divergencias entre ordenamientos en materia de emisión y porque el reconocimiento de los folletos informativos sólo se produce de forma limitada y a nivel regional. Esto obliga al emisor que desea introducir sus valores en diferentes mercados a elaborar distintos folletos informativos y a utilizar procedimientos diferentes de distribución en cada país. Sobre las dificultades de las emisiones globales y las iniciativas en marcha para removerlas, véase STEINBERG, M. I., *International Securities Law. A Contemporary and Comparative Analysis*, International Banking, Finance and Economic Law Series, Kluwer Law International, Londres, 1999, pp. 3 a 51, y ARNER, D. W., "Globalisation of Financial Markets: An International Passport for Securities Offerings?", *International Lawyer*, vol. 35-4 (2002), pp. 1543 a 1588.

(13) Las divergencias en cuanto a los derechos que otorgan las acciones o el modo de ejercitarlos constituyen un serio obstáculo a la emisión de acciones globales. Véase al respecto MARANO, P., "Cross listing, global shares...", op. cit., pp. 732-736.

tes [14]. Por su parte, la IOSCO presiona a sus miembros para que se incorporen a este movimiento armonizador, adoptando las normas contables internacionales [15].

---

[14] El proceso de armonización contable culminó en la UE con la aprobación del Reglamento 1606/2002/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOCE L n.º 243, de 11 de septiembre de 2002). Conforme a este Reglamento, es obligatoria la adopción de las normas internacionales de contabilidad para la formulación de las cuentas anuales consolidadas de cualquier sociedad cotizada, pudiendo los Estados miembros extender estas exigencias a la formulación de las cuentas individuales de las sociedades cotizadas e incluso a la formulación de las cuentas de las sociedades no cotizadas. En el concepto de Normas internacionales de Contabilidad quedan comprendidas las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF, también conocidas por sus siglas anglosajonas IFRS, *International Financial Reporting Standards*), aprobadas por el IASB, y las NIC (Normas Internacionales de Contabilidad, emitidas entre 1973 y 2001). El artículo 2 del Reglamento atribuye las funciones de seguir emitiendo nuevas normas y de modificar las existentes, así como aprobar sus interpretaciones, al IASC, y más en concreto a sus órganos (el IASB —*International Accounting Standards Board*— y el IFRIC —*International Financial Reporting Interpretations Committee*—). Para un comentario crítico sobre este Reglamento véase SÁNCHEZ CALERO, F., "Alcance de la aprobación del Reglamento Comunitario de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad a las Sociedades Cotizadas", *RDBB*, n.º 86 (2002), pp. 141-158. Para poner en marcha el nuevo sistema de contabilidad el 29 de septiembre de 2003 se publicó el Reglamento (CE) n.º 1725/2003 de la Comisión que determina la adopción de determinadas NIIF, de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002. La Comisión Europea concluyó que las NIIF vigentes el día 14 de septiembre de 2002 y sus interpretaciones cumplen con los requisitos de convalidación, fijados por el Reglamento (CE) n.º 1606/2002. Al objeto de facilitar el tránsito a las nuevas normas de contabilidad el CESR emitió una importante recomendación, *European Regulation on the application of International Financial Reporting Standards in 2005- Recommendations for additional guidance regarding the transition to IFRS*, ref. CESR 03/323e, de 30 de diciembre de 2003. Además se puso en marcha un proceso de reforma de las Directivas en materia contable para eliminar cualquier incompatibilidad con las NIIF. Del otro lado del Atlántico, destacar el acuerdo alcanzado en Norwalk, el 18 de septiembre de 2002, entre la IASB y el *Financial Accounting Standards Board* (FASB) estadounidense, por el que se comprometían a compatibilizar los principios contables aplicables a la información financiera tan pronto como fuese posible y a coordinar sus programas de trabajo futuros para asegurar que, una vez alcanzada la compatibilidad, ésta se mantuviese en el tiempo. Un mes más tarde, ambas instituciones plasmaban por escrito los acuerdos alcanzados. Véase el FASB-IASB, *Memorandum of Understanding. The Norwalk Agreement*, 29 de octubre de 2002, consultable en www.fasb.org. El acuerdo preveía armonizar las normas contables existentes, proponiendo las modificaciones que fuesen necesarias tanto en las normas americanas como en las normas elaboradas por el IASB. No se trata de la adopción de normas contables idénticas, pero sí compatibles, esto es, homogéneas en lo sustancial: principios de identificación, medición de transacciones, reconocimiento contable, etc. El acuerdo contemplaba que se realizasen las reformas antes del 1 de enero de 2005, coincidiendo así con la entrada en vigor del Reglamento 1606/2002/CE.

[15] Ya en mayo de 2000, la IOSCO instaba a sus miembros a adoptar las normas contables internacionales, a través de su *Resolution on IASC Standards.* De hecho la IOSCO cuenta con un Comité permanente sobre contabilidad y auditoría, el *Standing Committee n.º 1 on Multinational Disclosure Accounting and Auditing (SC1),* en permanente contacto con la IASB, que trabaja para atraer al mayor número posible de Estados hacia la adopción de las normas contables internacionales.

También se están haciendo esfuerzos para armonizar las normativas sobre emisión y admisión a cotización de valores de los países con mercados más desarrollados. Destacan en este sentido los trabajos de la IOSCO para estandarizar a nivel mundial los requisitos de las emisiones internacionales y, en especial, su informe de 1998 titulado *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listing by Foreign Issuers*. En él se propone el contenido mínimo que deberían tener tanto los folletos de emisión como los documentos exigibles para la admisión a cotización [16]. De esta forma si los legisladores nacionales introducen estos estándares mínimos se facilitará el reconocimiento de folletos en las emisiones internacionales. Son muchos los países, entre ellos España, que han adaptado sus normativas a estos principios [17]. Además, a nivel regional, en Europa y en América del Norte se están realizando esfuerzos muy importantes para facilitar las emisiones internacionales simultáneas. Así, en la Unión Europea, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que

---

[16] Este documento puede obtenerse en la página web de la IOSCO (www.iosco.org). Sobre este y anteriores trabajos de la IOSCO en esta materia, véase STEINBERG, M. I., *International Securities Law...*, op. cit., pp. 32-34, que además en pp. 52 y ss. recoge como apéndice el citado documento de la IOSCO. Con posterioridad, la IOSCO elaboró un estudio sobre los progresos realizados en la implementación de estos estándares, se trata del *Report on implementation of International Disclosure Standards*, mayo de 2000 (puede obtenerse en www.iosco.org). El informe es optimista y constata varias situaciones: algunos países exigen el cumplimiento de estos estándares a los folletos preparados por emisores nacionales y extranjeros; otros permiten que el folleto de forma opcional cumpla con los requisitos de la normativa nacional o con los requisitos internacionales; otros consideran estos estándares como opcionales para los emisores nacionales, pero obligatorios para los extranjeros; y, por último, algunos países los consideran inaplicables para los nacionales, pero opcionales para los emisores extranjeros. Estos trabajos de la IOSCO influyeron en la elaboración de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el Prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, tal y como se reconoce en su Considerando n.º 20. Para un comentario, véase ARNER, D. W., "Globalisation of Financial Markets: …", op. cit., pp. 1560 a 1567 y 1576 a 1578.

[17] Así, conforme al artículo 31 del RD 1310/2005, la CNMV puede aprobar un folleto de emisión o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial español correspondiente a un emisor con domicilio social en un Estado que no sea miembro de la UE y que esté elaborado conforme a la legislación de ese Estado extranjero, siempre que el folleto sea conforme con los estándares internacionales aprobados por la IOSCO. Ya antes el artículo 26 del hoy derogado RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y OPVs, permitía a los emisores extranjeros utilizar de forma opcional el folleto con formato internacional. El registro de un folleto de emisión en formato internacional se produjo por vez primera en nuestro país en el año 2003. El folleto se refería a un programa de emisión de valores de renta fija a medio plazo (*European Medium Term Notes* —EMTN—). El folleto internacional se acompañaba de su traducción al español y de algunos documentos complementarios exigidos por la legislación española, así como del esclarecimiento de determinados términos por motivos de traducción o de hábitos en otras comunidades financieras. Sobre esta emisión, véase CNMV, *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2003*, Madrid, 2004, pp. 49-50.

debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores [18] ha introducido la figura del folleto único, un auténtico pasaporte europeo para el emisor, que podrá ofrecer sus valores al público inversor en toda la Unión Europea o solicitar la admisión a cotización en cualquier mercado con un solo folleto aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen, al que corresponde también el control y supervisión de la operación [19].

Otra iniciativa regional de interés es la protagonizada por EE.UU. y Canadá, que pusieron en marcha ya en 1991 el *"Multi-jurisdictional Disclosure System"*, un sistema de reconocimiento mutuo de folletos, combinado con una cierta armonización de los requisitos exigibles a las sociedades que pretendan realizar emisiones simultáneas en ambos países [20].

---

[18] DOCE L 345/64, de 31-12-2003.

[19] Esta Directiva ha sustituido a las Directivas 80/390/CEE y 89/298/CEE que utilizaban un mecanismo parcial y complejo de reconocimiento mutuo de folletos, que había dado escasos frutos. La vigente Directiva 2003/71/CE consagra el principio de pasaporte único para las emisiones. Según este principio, el emisor sólo necesitará registrar un folleto en su país de origen, entendiendo por tal, básicamente, aquel donde está su sede social. No obstante, debe hacerse notar que una de las principales novedades de la Directiva es la posibilidad de que el emisor de los valores elija libremente, en determinados casos y para ciertas categorías de valores, la autoridad competente a la que quiere someterse y, por tanto, el régimen regulatorio que desea aplicar a la autorización del folleto. A continuación podrá ofrecer sus valores o solicitar la admisión a negociación en cualquier mercado de valores de los países miembros de la Comunidad Europea. La introducción del pasaporte europeo va acompañada de una armonización del contenido mínimo de cada modalidad de folleto. Esa armonización se ha llevado a cabo atendiendo a la naturaleza de los valores emitidos y en menor medida a la naturaleza del emisor. La Directiva ha sido desarrollada por el Reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, por el que se aplica la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la información contenida en el prospecto, así como a su formato, incorporación por referencia y publicación de tales folletos y divulgación de anuncios. La Directiva 2003/71/CE ha sido implementada en el ordenamiento español a través del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (BOE 14-3-2005), que da nueva redacción al Título III de la LMV, y del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE 16-11-2005). Para un comentario sobre la Directiva 2003/71/CE véase VALMAÑA OCHAÍTA, M., "Distintos aspectos del régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización (Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo) *RdS*, n.º 23 (2004-2), pp. 81 a 107.

[20] Sobre este sistema de reconocimiento mutuo de folletos véase QUIGLEY, L., "The Multijurisdictional Disclosure System", *Review of Securities and Commodities Regulation* n.º 28 (1995), pp. 117 y ss., BLOOMENTHAL, H. S. y ROBERTS & OWEN, H., *Securities Law Handbook*, Securities Law Series, West Group, St. Paul, Minnesota 2000, pp. 445-470, o HAZEN, T.L., *The Law of Securities Regulation*, 4.ª ed., West Group, St. Paul, Minnesota, 2002, pp. 905-906.

Todos estos cambios pueden conducirnos en los próximos años a un auténtico mercado primario global, donde las más importantes compañías del mundo realicen emisiones de valores dirigidas a inversores de todo el planeta, utilizando un único folleto (21).

Finalmente, en el ámbito comunitario la regulación de la Sociedad Europea, concebida como una forma de organización de la empresa que trasciende lo nacional para adquirir la condición de europea, implica un avance en la homogeneización del régimen jurídico de los emisores y los valores emitidos por éstos, si bien aún persisten los obstáculos para la emisión de verdaderas "acciones globales" (22).

## 2. Efectos de la internacionalización

La internacionalización de los mercados de valores comporta evidentes beneficios en diversos planos. Desde un perspectiva macroeconómica, supone una mayor eficiencia en la asignación nacional e internacional de los recursos, un aumento de la liquidez de los mercados y una más amplia variedad de oportunidades de inversión. Además la cotización de acciones en una plurali-

---

(21) El profesor STEINBERG, M. I., *International Securities Law,* op. cit., pp. 47-50, propone para facilitar las emisiones internacionales la creación por la IOSCO de un folleto informativo único que utilizarían tanto las empresas nacionales como las extranjeras. Para evitar algunos de los inconvenientes de este sistema (como p. ej. utilización de estándares mínimos poco exigentes para que fuese aceptado en todas las jurisdicciones), propone tres modelos de folleto: uno para los mercados desarrollados, otro para los mercados en vías de desarrollo y otro para los mercados emergentes. Cada uno de ellos sería más exigente que el siguiente. Los emisores de los países desarrollados deberían cumplir con los requisitos de información más estrictos y podrían emitir sus valores en cualquier país. Los emisores de los países en vías de desarrollo podrían emitir sus valores con menores exigencias en los países en vías de desarrollo y en los países emergentes. Y por último, los emisores de países emergentes sólo podrían emitir en países emergentes, eso sí cumpliendo con unos estándares informativos menores y por lo tanto a bajo coste. No obstante, aquellas empresas de países en vías de desarrollo o de países emergentes que deseasen utilizar el folleto de los países con mercados desarrollados podrían hacerlo y, en consecuencia, podrían captar capital, incluso en países desarrollados. Es un sistema que en nuestra opinión facilita la captación de recursos y garantiza el mantenimiento de altos niveles de eficiencia y transparencia en los mercados desarrollados.

(22) La regulación de la SE comunitaria ha sido una oportunidad perdida para la creación de una sociedad verdaderamente transnacional y con una regulación uniforme, dado que el Reglamento 2157/2001 contiene numerosos reenvíos a las normativas nacionales y entre ellos el régimen jurídico de las acciones. Sobre la SE y su carácter híbrido como fórmula comunitario-nacional véase LARGO GIL, R., "La constitución de la sociedad anónima (SE) (Las reestructuraciones intracomunitarias de sociedades)" *RdS*, n.º 18 (2000-1), pp. 99 y ss. En torno a las relaciones entre SE y sociedad cotizada véase LARGO GIL, R., "La sociedad anónima europea y el estatuto de la sociedad cotizada", *RdS*, n.º 24 (2005-1), pp. 47 y ss. Sobre la dificultades que perviven para la cotización en varios mercados de las acciones de una SE véase MARANO, P., "Cross listing, global shares...", op. cit., pp. 739-741.

dad de mercados favorece el éxito de fusiones, adquisiciones y tomas de control transfronterizas.

Para los inversores institucionales los procesos de internacionalización y globalización presentan las ventajas de ampliar las posibilidades de selección para sus carteras, pudiendo ofrecer mayores rendimientos potenciales con un riesgo menor, al diversificar internacionalmente sus activos.

A los emisores les reporta nuevas oportunidades de captación de recursos en mejores condiciones, así como la posibilidad de recurrir a una amplia gama de productos financieros alternativos y de técnicas de distribución (ofertas públicas con tramos internacionales o completamente internacionales, solicitud de cotización oficial en bolsas extranjeras, etc.) que les otorgan una mayor capacidad de maniobra en sus estrategias de financiación (23). Así mismo les otorga una mayor visibilidad a nivel internacional que favorece la comercialización de sus productos y servicios en el mercado global (24).

Además favorece la competencia entre plazas financieras, estimulando así su modernización y una mayor especialización; a la vez que se genera un acercamiento entre las diversas regulaciones nacionales propiciando una cierta homogeneización de éstas.

Pero también tiene implicaciones negativas. Así, la mayor integración de los mercados genera situaciones de dependencia que facilitan la propagación de las crisis bursátiles. Baste recordar el *crash* bursátil de octubre de 1987 o las repercusiones de la crisis asiática de finales de 1997, o el colapso de la Econo-

(23) La internacionalización es especialmente atractiva para las grandes empresas necesitadas de un importante volumen de recursos propios en constante crecimiento, especialmente en los sectores bancario, energético o de las telecomunicaciones. Las emisiones internacionales y la admisión de acciones en más de un mercado obliga a las empresas a un mayor rigor en materia de información societaria y de tutela de los inversores, por lo que se incrementa la confianza en ellas del público inversor y en consecuencia obtienen capital con menores costes. Un ejemplo paradigmático lo constituye en nuestro país Telefónica, que cotiza no sólo en el mercado español, sino también en los mercados de Estados Unidos, Brasil, Perú, Argentina, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Para un estudio del comienzo de su proceso de internacionalización véase MARTI, S. y QUINTANA, M.ª E., "Cotización de valores españoles en las bolsas extranjeras: Telefónica", *El reto de las relaciones con los inversores en los noventa* (coord. por la Asociación Española para las Relaciones con los Inversores), 1994, pp. 131 a 142.

(24) Veáse BAKER, K., NOFSINGER, J. y WEAVER, D., "International cross listing and visibility", en *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, 22 de diciembre de 1998 (accesible en www.ssrn.com).

mía y las Bolsas rusas en agosto de 1998, o la inestabilidad y la recesión financiera que siguió a los atentados del 11 de septiembre de 2001 (25).

Otro de los efectos perversos de la internacionalización es que aumentan las posibilidades de comisión de ilícitos bursátiles de carácter transnacional. La eliminación de trabas económicas y jurídicas a las transacciones transfronterizas con valores o instrumentos financieros y las nuevas tecnologías, especialmente Internet, facilitan la realización de actuaciones ilícitas a través de las fronteras con relativa impunidad. El carácter estatal de la normativa sancionadora propicia que los operadores menos escrupulosos sitúen sus sedes en países con escasa o nula regulación (paraísos reguladores); al tiempo que, a través de la Red, operan en otros países con legislaciones más severas (26). Los avances en el

(25) Sobre la relación entre globalización, liberalización de los flujos de capital y la propagación de las crisis financieras pueden verse varios trabajos en la obra colectiva GUITIÁN, M., VARELA, F. (coord.), *Sistemas financieros ante la globalización*, Pirámide, Madrid, 2000. Así, véase CALVO, G., "Para comprender el virus ruso", op. cit., pp. 51 y ss. KAMINSKY, G. y REINHART, C., "Las crisis gemelas: las causas de los problemas bancarios y de balanza de pagos", op. cit., pp. 63 y ss.; KAMINSKY, G. y REINHART, C., "Crisis financieras en Asia y Latinoamérica: ahora y entonces", op. cit., pp. 113 y ss.; EDWARDS, S., "El sector financiero y las crisis monetarias: lecciones de Méjico y del este de Asia", op. cit., pp. 123 y ss., LINDE, L.M., "Los sistemas financieros ante la globalización. Crisis financieras", op. cit., pp. 183 y ss. Sobre la crisis asiática, véase también ATTANASIO, J.B., "The Asian Financial Contagion. A global epidemic", *International Lawyer*, vol. 33-4 (1999), pp. 847 a 854. La propagación de las crisis y la sincronía de los ciclos económicos es una cuestión que preocupa notablemente a las autoridades comunitarias. En este sentido es revelador el Dictamen del Comité Económico y Social titulado "Tendencias, estructuras y mecanismos institucionales de los mercados internacionales de capitales", Bruselas, 18-9-2002, que considera como uno de los riesgos de la globalización la sincronización de los ciclos económicos y la facilidad de propagación de las crisis financieras. El ECOFIN estima que para prevenir y gestionar con más eficacia las crisis financieras globalizadas es necesaria una nueva arquitectura financiera y monetaria a nivel mundial. Entre las Bolsas de la Unión Europea existe un alto grado de interdependencia que las lleva a evolucionar de forma sincronizada, tanto en momentos de bonanza como en situaciones de crisis. Véase al respecto DE MIGEL COLOM, M. M., MORA SÁNCHEZ, A., OLMEDA MARTOS, I. e YZAGUIRRE SHARFHAUSSEN, J., "Integración de las principales bolsas de la Unión Europea. Un análisis reciente", *Actualidad financiera*, julio (1998), pp. 3 y ss.

(26) Las propias características de Internet: carácter abierto y descentralizado, ámbito mundial, posibilidad de conservar el anonimato, facilidad para cambiar y manipular las informaciones aparecidas, etc. posibilitan la comisión de fraudes e infracciones a través de la Red. La utilización de Internet en la comisión de ilícitos bursátiles entra en conflicto con el carácter nacional de la normativa sancionadora. Sobre este problema véase WAGNER, C., "Securities fraud in cyberspace: reaching the outer limits of Federal Securities Laws", *Nebraska Law Review*, vol. 82 (2001), pp. 920 y ss. La preocupación es tal que por ejemplo, en EE.UU., la SEC ha creado una división específica destinada a combatir las operaciones ilícitas cometidas al amparo de la Red: la *Internet Enforcement Division —Cyberforce—* dependiente de la *Enforcement Division*. Su creación se hizo pública mediante un comunicado de 28 de julio de 1998, *Release* 98-69. Véase al respecto COB, *Les entretiens de la COB. Les marchés financiers à l'heure d'Internet.* París, 1998, pp. 60-62, y BELANDO GARÍN, B., "La manipulación del mercado de valores a través de Internet. Nuevas armas para problemas antiguos", *RDBB*, n.º 90, abril-junio 2003, pp. 53-58.

ámbito de las telecomunicaciones hacen más sencilla la comisión de ilícitos bursátiles burlando las fronteras, tales como: el ofrecimiento de valores sin someterse a la supervisión de las autoridades correspondientes, la prestación de servicios de inversión sin autorización, la difusión de informaciones falsas desde el extranjero, la manipulación de las cotizaciones o incluso la comisión de abusos de información privilegiada [27]. La introducción de factores de extranjería en la comisión de estos ilícitos plantea nuevos retos a las autoridades supervisoras.

## II. LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS ABUSOS DE MERCADO

### 1. Descripción del fenómeno

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante LMV), en sus artículos 81 y 83 ter [28], prohíbe el abuso de mercado, en sus dos modalidades: la utilización indebida de información privilegiada [29] y la mani-

---

[27] Estas son las infracciones más frecuentes cometidas a través de la Red que ha detectado el servicio de inspección de la COB; véase TERRAMORSI, J., "Typologie des cas Internet, un guide pratique á l'attention de l'investisseur", en COB, *Les entretiens de la COB 2001,* París, 2001, pp. 22 a 25, y SEC, *Annual Report 2001,* p. 6.

[28] La redacción actual de ambos preceptos procede del artículo 38 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —BOE de 23 de noviembre de 2002— (en adelante LRSF).

[29] El abuso de información privilegiada consiste en la realización de transacciones con valores negociables u otros instrumentos financieros cotizados en un mercado de valores o referenciados a ellos, por parte de personas que poseen, generalmente en virtud de su profesión, oficio, funciones o de comunicaciones de terceros, informaciones de carácter concreto y no accesibles para el público inversor, capaces de influir en la cotización de los valores o instrumentos a los que se refieren directa o indirectamente y en las que basan sus operaciones. También se engloba en esta expresión la transmisión de dichas informaciones a otros sujetos y la recomendación a terceros de iniciar operaciones basada en tales informaciones. Quienes así actúan abusan en su beneficio de las ineficiencias intrínsecas del mercado de valores consecuencia de la imposibilidad de un sistema de transparencia absoluta. En general, sobre la utilización indebida de información privilegiada, véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J., "El abuso de información privilegiada (insider trading y operaciones de iniciados)", *RDBB* (1987), pp. 751 y ss.; ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., "El régimen español sobre insider trading y la propuesta de directiva comunitaria", *Derecho Mercantil de la CEE, estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 1251 a 1270; MARTÍNEZ FLÓREZ, A., voz "Información privilegiada (abuso de)", *Enciclopedia jurídica básica,* t. III, Civitas, Madrid, 1995, pp. 3554 a 3561; MARTÍNEZ FLÓREZ, A., "En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores", *RDM,* n.º 217, julio-septiembre (1995), pp. 953 y ss., y "Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada", *RDM,* n.º 240, abril-junio (2001), pp. 495 y ss. La regulación penal de este ilícito ha sido objeto de análisis en varias monografías y artículos entre los que destacamos las de GÓMEZ INIESTA, D.J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid, 1997 y PRIETO DEL PINO, A. M., *El Derecho Penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2004.

pulación de cotizaciones [30]. El origen de esta normativa se sitúa en el Derecho comunitario y en concreto en la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado) —en adelante citada como DAM—, cuyos principios han sido desarrollados por un Reglamento y tres Directivas de la Comisión [31]. Se trata de conductas inaceptables que atentan contra la integridad que debe presidir la lucha competitiva en los mercados de valores y minan el funcionamiento de todo el sistema al destruir la confianza del público inversor.

La globalización de los mercados de valores favorece que los abusos de mercado se extiendan a través de las fronteras. Prueba de ello es que un importante número de solicitudes de asistencia internacional entre autoridades supervisoras tienen por objeto investigaciones sobre posibles abusos de mercado [32].

---

[30] La manipulación de cotizaciones consiste en la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. La manipulación de cotizaciones tiene dos variantes: a) la manipulación operativa, que consiste en alterar el proceso de libre formación de los precios por el juego de la oferta y la demanda, mediante órdenes u operaciones ficticias o mediante cualquier otro mecanismo que genere indicios falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de un valor o instrumento financiero o que provoque la fijación de su precio a un nivel anormal o artificial, y b) la manipulación informativa, que consiste en la difusión de información falsa o engañosa a través de cualquier medio de comunicación. Sobre la manipulación de cotizaciones véase ALEMANY EGUIDAZU, J. M., *La manipulación de los mercados de valores. Estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales*, Dijusa, Madrid, 2002.

[31] En concreto la DAM ha sido desarrollada por Reglamento CE n.º 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros (DOUE L 336/36 de 23-12-2003) por la Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (DOUE L 339/70 de 24-12-2003); por la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (DOUE L 339/73 de 24-12-2003), y por la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas (DOUE L 162/70 de 30-4-2004).

[32] El fenómeno alcanza cada vez mayores dimensiones. Así, ya en 1992, una de cada tres investigaciones sobre abuso de información privilegiada o manipulación de cotizaciones iniciadas por la COB implicaba elementos de extranjería [datos aportados por FLEURIOT, P., en el "Colloque organisé par l'Association Européenne de Droit boursier et financier sur la répression des délits boursiers en Europe", *Bulletin COB*, n.º 273, octubre (1993), p. 51]. En los últimos años más de dos tercios de las solicitudes de información presentadas por la AMF y su

No existen datos fiables sobre la incidencia en nuestro país de las operaciones transfronterizas con información privilegiada, pero es incuestionable que se producen (33).

Se introducen así factores de extranjería en las infracciones de abuso de mercado que afectan a uno o varios de sus elementos constitutivos. Puede ser que la operación la realice un extranjero (34), o que verse sobre valores extranje-

---

antecesor la COB ante sus homólogos extranjeros están en conexión con investigaciones de abusos de mercado, siendo especialmente abundantes las peticiones de asistencia de autoridades extranjeras, en relación con la investigación de abusos de información privilegiada. En 1999, la COB presentó 122 solicitudes de cooperación a autoridades extranjeras; de ellas 73 tenían por objeto la investigación de abusos de información privilegiada, 2 la difusión de información falsa y 8 la manipulación de cotizaciones. En el año 2000, de 125 solicitudes 73 tenían relación con estas infracciones (véase COB, *Rapport annuel 2000*, p. 96); en el año 2001, de 309 solicitudes de asistencia 250 lo eran en relación con abusos de información privilegiada, y 5 en relación con la manipulación de cotizaciones; en el año 2002, de 230 solicitudes 184 estaban en conexión con estas infracciones (véase COB, *Rapport annuel 2002*, p. 199); en el año 2003, de 197 solicitudes; 127 lo eran en relación con supuestos abusos de mercado (véase AMF, *Rapport Annuel 2003*, p. 146), y en el año 2004, de 159 solicitudes presentadas por la AMF 79 lo eran en relación con supuestos abusos de información privilegiada, y 19 en relación con casos de manipulación de cotizaciones (véase AMF, *Rapport Annuel 2004*, p. 183). La misma tendencia se observa en las estadísticas proporcionadas por la CONSOB, y así entre un 50 y un 75% de las solicitudes de asistencia presentadas por CONSOB a sus homólogos extranjeros tienen relación con supuestos abusos de mercado y en su mayoría con abusos de información privilegiada (19 de 38 en 1998, 43 de 57 en 1999, 33 de 58 en 2000, 28 de 53 en 2001, 24 de 68 en 2002 y 15 de 51 en 2003) cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, Roma, 2004, p. 141. En España, la CNMV reconoce que la mayor parte de las solicitudes de información presentadas por reguladores extranjeros tienen relación con posibles prácticas de abuso de mercado (cfr. *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2003*, Madrid, 2004, p. 95, e *Informe anual 2004 sobre los mercados de valores y su actuación*, Madrid, 2005, p. 150).

(33) La propia CNMV se queja en varios de sus informes anuales de su impotencia ante los ilícitos bursátiles y en especial los abusos de información privilegiada y las manipulaciones de cotización, cometidos en nuestro país con elemento extranjero. Véase CNMV, *Informe Anual 1992*, p. 257, *Informe Anual 1993*, p. 284, *Memoria anual 1997*, p. 49, *Memoria anual de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2001*, p. 83. Pero también sucede que conductas realizadas desde España por nacionales culminan en infracciones en mercados extranjeros, y así véase SEC v. José Antonio Feliu Roviralta, *Litigation Release* n.º 14232, *Civil Action* n.º 94-1963 (DDC, de 13 de septiembre de 1994). Un resumen de este caso puede verse en SEC, *Annual Report 1994*, pp. 22-23.

(34) Son muchos los ejemplos que pueden citarse aquí. En nuestro país destaca el caso de abuso de información privilegiada en la OPA de Xtrata sobre Asturiana del Zinc, donde el condenado por delito de abuso de información privilegiada fue uno de los administradores de Xtrata, A.G., Max Schmidheiny, de nacionalidad suiza y con residencia en dicho país. También la jurisprudencia norteamericana contiene varios ejemplos de *insider trading*, donde el iniciado es un extranjero que opera en el mercado nacional. Así en SEC v. Ong, dos nacionales de Singapur compraron acciones de una sociedad norteamericana en posesión de información privilegiada sobre la OPA que una empresa de Singapur iba a lanzar sobre la citada empresa norteamericana

ros, o que siendo valores de emisores del foro se adquieran en un mercado distinto del nacional, o que se comunique información privilegiada a un extranjero, o que se realicen prácticas manipulativas a través de intermediarios extranjeros, etc. Incluso es posible encontrar en la jurisprudencia extranjera complejos casos en los que se dan varias de estas circunstancias.

> Así en el conocido caso Triangle-Péchiney, un libanés residente en Francia adquirió en el mercado de Nueva York acciones de una sociedad americana (Triangle), que iba a ser objeto de una OPA por parte de una sociedad francesa (Péchiney), habiendo obtenido tal información en París antes de que se hiciese pública. Otros implicados en el caso —de nacionalidad francesa— operaron utilizando un intermediario londinense a través de una cuenta abierta a nombre de una sociedad de bolsa parisina (35).
>
> En el caso St. Joe Minerals (también conocido como caso Tomé o caso de la Banca della Svizzera Italiana), el presidente de una sociedad canadiense comunicó a un ciudadano italiano (Tomé) residente en Suiza sus intenciones de adquirir una compañía minera estadounidense. M. Tomé, tras conocer la inminente celebración del consejo de administración para ultimar el lanzamiento de la OPA, ordenó a varias entidades bancarias europeas que adquiriesen, por su cuenta y por cuenta de una sociedad panameña controlada por él, un número importante de opciones de compra de acciones de la sociedad estadounidense (36).

También es frecuente que las transacciones ilícitas se realicen a través de intermediarios extranjeros o de cuentas en el extranjero, dado que será más difícil que las detecte la autoridad nacional y es poco probable que la autoridad

---

(SEC, *Annual Report 1997*, sección "International Affairs, Enforcement Cooperation and International Cases"). En el caso SEC v. Goran Heden, et al., varios ciudadanos suecos negociaron con acciones de una sociedad norteamericana en la Bolsa de Nueva York, estando en posesión de información privilegiada sobre un proyecto de toma de control por parte de una sociedad sueca sobre la citada sociedad americana (véase SEC, *Annual Report 1999*, p. 17). Aún más reveladoras son las estadísticas que publica la CONSOB y según las cuales en torno a una cuarta parte de los sujetos implicados en casos de abuso de información privilegiada transmitidos a la autoridad judicial entre los años 1997 a 2003 son extranjeros. Véase CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, Roma, 2004, p. 206.

(35) Véase la sentencia definitiva (*Cass. Crim*. de 26 de octubre de 1995), que confirma en parte la sentencia de la *Cour d'Appel* de París, de 6 de julio de 1994. El texto puede consultarse en "Affaire Péchiney, dernier acte", *Les petites affiches* n.º 141, —24 de noviembre de 1995, pp. 19 y ss., con comentario de Claude Ducouloux-Favard, pp. 21-22— y en la *RJDA* 1/1996, pp. 54 y ss.

(36) La sentencia se recoge traducida al italiano en *Giur. Comm.*, II (1986), pp. 709 y ss. Véase un resumen comentado en SEC, *Fifty-Second Annual Report 1986*, pp. 11-12, MANN, M. D., LUSTGARTEN, L. A., "Internationalization of Insider Trading...", op. cit., p. 346-347 y GALLI, S., "Novità sull'insider trading: due recenti sentenze americane, il progetto legislativo della SEC, la modifica al codice penale svizzero e la direttiva CEE", *Giur. Comm.*, n.º 15.2 (1988), pp. 283-284.

extranjera esté interesada en investigarlas [37]. E incluso, una vez detectadas, es fácil que queden impunes debido a las dificultades y los costes que conlleva la obtención de pruebas en los mercados extranjeros [38].

Por otra parte, sucede a menudo que se intenta difuminar el rastro de una operación operando a través de varios Estados, lo que implica a más de una jurisdicción [39]. Los avances de la informática y las telecomunicaciones permiten que una operación financiera pueda desarrollarse a lo largo de varios países,

---

[37] En las últimas décadas, la comisión de ilícitos relacionados con el mercado de valores utilizando intermediarios extranjeros se ha convertido en uno de los problemas más preocupantes para los organismos encargados de la supervisión de los mercados, tal y como reflejan sus informes anuales y otros documentos. Véase CNMV, *Informe Anual 1992*, p. 257; *Informe Anual 1993*, p. 284; *Memoria anual 1997*, p. 49; *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2001*, p. 88; *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2002*, pp. 89-91. En Francia, la COB ya desde los años setenta viene denunciando las dificultades para identificar a supuestos iniciados que habían actuado a través de entidades bancarias suizas; así véase COB, *Rapport Annuel 1972*, p. 178, y *Rapport Annuel 1976*, p. 90. Pese al tiempo transcurrido y a los cambios introducidos en la normativa suiza, continúa siendo frecuente que quienes cometen ilícitos bursátiles lo hagan a través de entidades suizas, con la idea de escapar a la detección de la COB. Así por ejemplo, en el caso Jet multimedia, dos altos dirigentes de la sociedad Telecom Italia compraron acciones de Jet multimedia, a través de intermediarios suizos y luxemburgueses, estando en posesión de información privilegiada sobre la OPA que "9 Telecom", filial de Telecom Italia, iba a lanzar sobre Jet multimedia (véase la sanción administrativa impuesta por la COB el 24 de septiembre de 2002 y la confirmación de esta sanción por la sentencia de la *Cour d'appel* de París de 1 de abril de 2003; un resumen de ambas se publica en COB, *Rapport Annuel 2002*, pp. 211-212, y la sentencia puede obtenerse completa en COB, *Bulletin mensuel COB*, n.º 377, marzo de 2003, pp. 23 y ss. También la CONSOB se queja en su *Relazione per l'anno 2002*, Roma, marzo de 2003, p. 176, de la deficiente colaboración de las autoridades suizas en el esclarecimiento de supuestos abusos de información privilegiada, al impedir el descubrimiento de las personas que operan a través de intermediarios suizos. En EE.UU. son numerosos los casos en que se ha pretendido utilizar intermediarios extranjeros para impedir la detección de las prácticas de *insider trading*. Así, en el caso Santa Fe o en el caso Katz se utilizaron entidades bancarias suizas para realizar las operaciones; en el caso Musella se actuó a través de entidades domiciliadas en Hong-Kong; el conocido Dennis Levine orquestó el mayor caso de abuso de información privilegiada de toda la historia de EE.UU. a través de la Banca Leu con sede en las Bahamas. Para un resumen de estos y otros casos véase MANN, M. D. LUSTGARTEN, L. A., "Internationalization of Insider Trading...", op. cit., pp. 346 y ss. Para conocer en detalle las relaciones de Levine con la Banca Leu de las Bahamas véase PRAT RODRIGO, M., *El uso ilegal de la información...*, op. cit., pp. 114-122.

[38] Sobre estos problemas véase RIDER, B., "The control of Insider trading…", op. cit., pp. 230-231.

[39] Así por ejemplo en el caso SEC v. Jorge Eduardo Ballesteros Franco et al., en el que el Sr. Ballesteros, alto directivo de Nalco, su hermano y sus cuatro hijos, así como dos amigos, compraron acciones de Nalco, sabiendo que la sociedad iba a ser adquirida por Suez Lyonnaise des Eaux, obteniendo beneficios por importe superior a 3,7 millones de dólares. Para ello utilizaron personas interpuestas con domicilio en la Isla de Jersey, sociedades interpuestas con sede en países no cooperativos y realizaron las operaciones a través de cuentas de empresas de inversión en Suiza y Estados Unidos. Un resumen del caso puede encontrarse en SEC, *Annual Report 2001*, pp. 13-14.

gracias a la interrelación entre mercados, haciendo muy difícil el análisis de la operación completa por parte de las autoridades que investigan los hechos (40). El infractor goza de una libertad de movimientos de la que se ven privados los investigadores, lo que se aprovecha para la comisión de ilícitos bursátiles transfronterizos. Las transacciones se internacionalizan, mientras los controles siguen siendo nacionales (41).

Las dificultades se agravan con la existencia de países poco cooperativos, que impiden la obtención de pruebas o de información con base en leyes de secreto bancario o leyes de bloqueo, que hacen a los intermediarios financieros impenetrables ante investigaciones extranjeras (42).

---

(40) En el conocido caso Levine, en EE.UU., gran parte de las transacciones se realizaron por intermediación de bancos y empresas de servicios de inversión radicadas en las Bahamas. Por otro lado en el asunto Collier el iniciado no cursó directamente la orden de compra de acciones de una sociedad inglesa en el mercado londinense, sino que fue un amigo suyo quien dio la orden, desde Los Ángeles y por cuenta de una sociedad domiciliada en las Islas Caimán y controlada por el propio Collier. Una relación más detallada de los hechos y de la sentencia puede verse en HANNIGAN, B., *Insider Dealing...*, op. cit., p. 21, y en BRAZIER, G., *Insider Dealing. Law & Regulation*, Londres, 1996, p. 78.

(41) De este peligro alertan numerosos autores europeos como ROBERT, M.-C. y LABBOZ, B., *La Commission des Opérations de Bourse*, PUF, París, 1991, p. 118; RIDER, B. A., "The control of Insider trading — Smoke...", op. cit., pp. 230-233; JANIN, S., "Une Directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (Abus de marché)", *Revue du Marché commun et de l'Union européenne*, n.º 461, septembre (2002), pp. 510, y DALLÉRAC, H., "Protéger, c'est aussi surveiller, contrôler et sanctionner" en COB, *Les entretiens de la COB 2001*, París, 2001, p. 16.

(42) En algunos países se prohíbe a los intermediarios financieros de forma absoluta la divulgación de la identidad de sus clientes o las transacciones realizadas por ellos, llegando incluso a considerar como delito el levantamiento del secreto bancario. Las leyes de bloqueo allí donde existen restringen la aplicación de las normas sobre descubrimiento de pruebas, prohibiendo total o parcialmente la revelación, copia, inspección o salida de información a extranjeros con el ánimo de proteger determinados intereses del Estado. Un ejemplo paradigmático lo han constituido las leyes suizas en esta materia, lo que unido a la falta de una prohibición de los abusos de información privilegiada hasta 1987 propició que numerosas operaciones de iniciados se llevasen a cabo a través de intermediarios suizos. En un primer momento, se denegaba incluso la asistencia en materia penal pues hasta la aprobación el 1 de enero de 1983 de la Ley Federal sobre asistencia internacional en materia penal no existía obligación interna de prestar ese tipo de colaboración, pese a que Suiza había ratificado la Convención Europea sobre asistencia judicial en materia penal, y algún tratado bilateral (p. ej. con EE.UU. en 1973); véase SCHMID, P., "L'entraide judiciaire", en *La répression des opérations d'initiés* (coord. Dessemontet, François), Laussana, 1990, pp. 109-111. Pero la Ley de 1983 no resolvió el problema, pues continuó denegándose la asistencia en casos de abuso de información privilegiada alegando la falta del requisito de la doble incriminación, y así en la sentencia del caso Santa Fe, 26 de enero

Esta situación puede verse agravada por el hecho de que en algunos países no existan barreras a los ilícitos financieros, y en consecuencia a los abusos de mercado, ni tampoco sistemas de supervisión eficientes. Se trata de países que deliberadamente han elegido no dar cumplimiento a los principios internacionales de supervisión y represión de los ilícitos financieros con la intención de atraer capital, muchas veces de dudosa procedencia. Son los denominados "paraísos reguladores" (centros *off shore* en terminología anglosajona). En ellos no se permite que las autoridades supervisoras de los mercados de otros países accedan a la información que necesitan, porque las conductas de iniciados o de manipulación de mercado no se consideran delictivas en el paraíso regulador, ni son perseguidas (43).

---

de 1983, recogida en "Colloque international: L'avant-projet de la loi fédérale sur les banques", en *Etudes suisses de droit européen*, vol. 28. Ginebra, 1984, pp. 300 a 308. La solución sólo llegará tras la introducción en 1987 de la prohibición de los abusos de información privilegiada en el artículo 161 del Código Penal, ante las presiones de EE.UU. Tanto es así que muchos autores no dudan en calificar dicha norma de *lex americana;* véase TAVERNIER, E., "Swizertland", en *Insider Trading in Western Europe: Current Status* (coord. por Wegen, Gerhard y Assmann, Heinz-Dieter), Londres, 1994, p. 96; GIOVANOLI, M., "La répression des opérations d'initiés et l'évolution du droit du marché financier en Suisse", en *La répression des opérations d'initiés* (coord. Dessemontet, F.), Cedidac, Lausana, 1990, p. 17, y VONTOBEL, H., "Insider-Delikte aus der Sicht des Bankpraktikers", *Revue Penal Suisse*, n.º 106 (1989), pp. 30-31. No obstante, la falta de colaboración pervivió con relación a las infracciones administrativas de abuso de mercado. Podía obtenerse ayuda de las autoridades suizas en relación con los procesos penales por abuso de información privilegiada o manipulación de cotizaciones, pero no en relación con los procedimientos de sanción administrativa. La situación mejoró con la promulgación en marzo de 1995 de la Ley Federal suiza relativa al mercado de valores y a las negociaciones con valores. Esta ley permitía la colaboración del regulador suizo (*Commission fedérale des banques suisse*) con sus homólogos extranjeros, siempre que éstos cumpliesen determinados requisitos en cuanto al tratamiento confidencial de la información y a su utilización exclusiva en tareas de supervisión de los mercados de valores. Esta ley abrió por vez primera la posibilidad de que las autoridades supervisoras de los mercados pudiesen obtener información sobre titularidades de valores en Suiza. No obstante, las autoridades extranjeras continúan teniendo quejas de las suizas que interpretan de forma muy restrictiva sus propias normas, dificultando la identificación de posibles infractores que operan a través de intermediarios suizos. Véase en este sentido las quejas de la CONSOB, *Relazione per l'anno 2002*, Roma, marzo de 2003, p. 176. En general, en torno a los problemas para la obtención de pruebas en los países que tienen normas estrictas sobre secreto bancario, véase HASELTINE, W.B., "International regulation of securities markets: interaction between United States and foreign laws", *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 36 (1987), pp. 313-314; MOSCARINO, G., y SHUMAKER, M., "Beating the Shell Game; Bank Secrecy, Laws and their Impact on Civil Recovery in International Fraud Actions", *Company Law*, vol. 18 (1998), pp. 177 y ss., o FLETCHER, C. E., *Materials on the law of insider...*, op. cit., p. 552.

(43) Estados Unidos se ha enfrentado en numerosas ocasiones a este problema tal y como describe HASELTINE, W. B., en "International regulation of securities markets…", op. cit., pp. 312-313. El *Financial Stability Forum* (FSF), en su informe sobre los centros financieros

La internacionalización de los abusos de mercado plantea nuevos retos al legislador y a las autoridades de supervisión de los mercados, que deben ser abordados sin dilación.

## 2. Factores clave en la lucha contra los abusos de mercado transnacionales

Una lucha eficaz contra los abusos de mercado transfronterizos reposa, a mi juicio y desde la perspectiva jurídica, sobre tres factores: una delimitación clara de los criterios que determinan la aplicación de las disposiciones del propio ordenamiento ante infracciones que presentan elementos de extranjería, una armonización en la definición de las conductas prohibidas y la instauración de mecanismos de cooperación eficaces entre las distintas autoridades nacionales de supervisión de los mercados.

El principio de territorialidad que rige en el ámbito administrativo sancionador debe ser matizado complementándolo con otros criterios que permitan la aplicación de la norma nacional aun cuando concurran elementos de extranjería. La aplicación estricta del principio de territorialidad en las distintas jurisdicciones implicaría *de facto* la impunidad de las conductas desarrolladas a través de varios países. No obstante, tampoco debe caerse en el extremo contra-

---

con proyección internacional, envió un cuestionario para conocer la situación. Con base en los datos obtenidos, los centros se han clasificado en tres grupos: países cooperativos, cuya normativa contempla elevados niveles de supervisión y respeta los principios internacionales; un segundo grupo con países que cuentan con normas de supervisión y cooperación, pero que deben mejorar puesto que no se adaptan plenamente a los principios internacionales, y un tercer grupo con un bajo nivel de supervisión a nivel interno, un nulo cumplimiento de los principios internacionales relativos al sistema financiero y una falta de voluntad política de adaptarse a ellos. En este tercer grupo se incluyeron 42 países. Estos últimos países constituyen una amenaza seria a la estabilidad financiera mundial. Véase FSF, *Report of the Working Group on Offshore Centres* abril de 2000, pp. 15 y 46. A petición del FSF el Fondo Monetario Internacional (FMI) puso en marcha un programa de valoración para detectar las principales insuficiencias en la regulación de estos países. En años posteriores, el FSF ha evaluado los progresos de estas jurisdicciones poco o nada cooperantes, constatando tan sólo tímidos avances, como consecuencia de la presión internacional. El FSF estima conveniente continuar con el sistema de lista negra, en el que figuren las jurisdicciones que no cooperan. Además insta a otras autoridades internacionales como la IOSCO a que se impliquen en la lucha contra la falta de cooperación, impulsando las mejoras en los ordenamientos internos de sus Estados miembros. Véase AMF, *Rapport Annuel 2003*, p. 57, y *Rapport Annuel 2004*, pp 48-49 y 54. La IOSCO ha seguido las sugerencias del FSF y ha conminado a sus miembros a que se adhieran al Multilateral MOU, lo que supone que las distintas jurisdicciones superen una serie de procesos de verificación que garanticen que son capaces de cooperar realmente.

rio, aplicando la propia ley a supuestos en que la conexión con el foro es mínima o irrelevante [44], ya que supondría un atentado contra la soberanía de

---

[44] En el Derecho comparado encontramos algunos ejemplos de intentos de resolución unilateral de los problemas que plantea la internacionalización de los ilícitos bursátiles. Estados Unidos propugnó durante muchas décadas el unilateralismo en la resolución de los conflictos con elemento extranjero relacionados con los mercados de valores. Ni la *Securities Act* de 1933, ni la *Securities Exchange Act* de 1934 contienen previsiones sobre su ámbito de aplicación, lo que animó a los Tribunales y a la doctrina a proponer la aplicación extraterritorial de estas normas, incluso en supuestos de débil conexión con el foro. Un ejemplo de esta interpretación unilateralista lo constituyen, en los años ochenta, los *waiver requirements*. Como requisito previo para negociar sus valores en los mercados norteamericanos, las entidades extranjeras debían renunciar a la protección que les otorgasen las normas de sus países de origen en materia de secreto o aportación de pruebas. Si no renunciaban, sus valores no serían admitidos o si lo estaban serían excluidos. Estas tesis fueron elevadas por la SEC al Congreso norteamericano en marzo de 1984, llegando a elaborarse un proyecto de ley, que no fue bien acogido. Incluso se habló de un *waiver by conduct*, de forma que una compra o venta de valores en un mercado de EE.UU. implicaría el consentimiento para transmitir a la SEC información y pruebas relativas a dicha transacción en relación con cualquier investigación abierta por el organismo supervisor. Esta propuesta de solución puede estudiarse de forma más detallada en "The SEC's Waiver by Conduct Proposal: A Critical Appraisal", *Vanderbilt Law Review* vol. 71 (1985), pp. 1411 y ss., y en LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Securities regulation*, 3.ª ed., vol. X, Boston, 1993, pp. 5034-5035. Finalmente, EE.UU. abandonó esta línea de extraterritorialidad para avanzar hacia una visión multilateral y centrarse en la cooperación bilateral o multilateral. El cambio es patente en la jurisprudencia y así véase *Robinson v. TCI/US West Cable Communications* (117 F3d 900 —5th Cir. 1997), donde el Tribunal en un caso de fraude en la compraventa de valores, pese a que la conducta se desarrolló en parte en EE.UU., consideró que, teniendo en cuenta el resto de factores, no era EE.UU. el foro más conveniente. La excesiva extraterritorialidad de la normativa sobre mercado de valores de EE.UU. fue muy criticada por la doctrina. Véase CHOI, S.J., "The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law", *Northwestern Journal of International Law & Business* (1996), pp. 229-230; HASELTINE, W. B., "International regulation of securities markets…", cit., p. 311 y ss. Un resumen del cambio de orientación del unilateralismo hacia el multilateralismo en la jurisprudencia y la doctrina norteamericana puede verse en KRONKE, H., "Connected and Global Securities Markets — With or Without Conflict of Laws", en *Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber Amicorum Richard M. Buxbaum* (BAUMS, T., HOPT, K. J. y HORN, N., eds.), Kluwer Law International, Londres, 2000, pp. 366-368. Otro ejemplo de peligrosa extraterritorialidad lo encontramos en la jurisprudencia francesa, en el caso francés *Triangle-Péchiney*. Los Tribunales franceses se declararon competentes alegando que bastaba con que uno de los elementos constitutivos del delito estuviese radicado en territorio francés para juzgarlo en el foro conforme a la propia normativa (arts. 693 *Code de Procédure Penal* y artículo 113-2 *Code Penal*). Para la Corte de Casación fue suficiente para arrogarse la competencia con que la información privilegiada se hubiese divulgado en Francia a quienes luego negociaron desde territorio francés, pese a que la operación se desarrolló en el mercado de Nueva York. En una concepción absolutamente extraterritorial, se entendió que el ámbito de protección de la normativa sobre iniciados francesa no quedaba circunscrito a los mercados nacionales, sino que abarcaba cualquier mercado organizado, amparándose en que al utilizar el artículo 10-1 de la *Ordonnance* de 1967 el singular genérico —*un marché, une valeur*— no podía exigirse que dicho mercado o valor fuese francés. Véase la sentencia de la *Cour d'appel* de 12 de julio de 1989 [*Revue de droit bancaire et de la bourse*

otros Estados con las consiguientes repercusiones negativas en las relaciones exteriores y en la inversión extranjera. Además es muy dudoso el efecto práctico de estas medidas, ya que si los otros países implicados no colaboran no podrán obtenerse pruebas, y en muchas ocasiones ni siquiera podrá sancionarse al infractor, por no encontrarse en el territorio (45). Lo que debe hacerse es determinar con claridad qué elementos tienen una conexión clara con el foro, para poder aplicar entonces la normativa propia, al tiempo que se colabora con las autoridades de otros Estados cuando sean éstos los competentes.

Además debe avanzarse en pos de la armonización en la definición de las conductas fraudulentas prohibidas y los remedios utilizados para su erradicación. Este es el camino seguido por la Unión Europea, primero a través de la Directiva sobre iniciados de 1989 y luego de la DAM de 2003, que ha resultado muy fructífero. También la IOSCO considera que ésta es la vía más adecuada en su informe del Comité de mercados emergentes: *Insider Trading, how jurisdictions regulate it*, de marzo de 2003 (46).

Mientras las legislaciones no sean lo suficientemente homogéneas, la cooperación entre las autoridades reguladoras se hace indispensable. El establecimiento de acuerdos bilaterales o multilaterales que permitan el intercambio de información y la asistencia en la persecución, represión y prevención de los abusos de mercado se presenta como un primer paso para la represión a través de las fronteras de una conducta que no conoce límites territoriales.

---

(1990), pp. 84 y ss.] confirmada por la sentencia de *Cassation criminel* de 26 de octubre de 1995, extractada en *Revue Juridique de Droit des Affaires* n.º 1 (1996), pp. 54 a 63, en especial pp. 55-56. Un sector de la doctrina se mostró muy crítico con esta sentencia.Véase las severas críticas de GAUTIER, P.-Y., "Sur la localisation de certaines infractions économiques", *Revue Critique de Droit Internationale Privé* (1989), pp. 672 a 675 y JEANDIDIER, W., quien en un comentario a la sentencia de la *Cour de Cassation* de 3 de noviembre de 1992 [*Rev. Soc.*, 2 (1993), pp. 443 a 444], señala que el legislador francés no puede pretender proteger el sistema económico y financiero extranjero, pues supone "un intervencionismo penal, sinónimo de imperialismo". No obstante, algún otro autor justificó la extensión de las fronteras exteriores del delito de iniciados como vía para impedir la impunidad, y así lo expone RENUCCI, J.-F., "Les frontières du délit d'initié", en *Dalloz Affaires*, n.º 14/1996, pp. 406-407. A esta postura se adhiere DUCOULOUX-FAVARD, C. y RONTCHEVSKY, N., *Infractions boursières. Délits boursiers. Manquements administratifs*, Joly, París, 1997, p. 51

(45) En palabras del profesor SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La nueva legislación del mercado de valores", *Perspectivas actuales del Derecho Mercantil*. t. 2 (coord. Sánchez Calero, F.), Pamplona, 1995, p. 97, "el intento de aplicación extraterritorial del propio ordenamiento doméstico se ha mostrado poco resolutorio y derechamente perturbador".

(46) El estudio, que puede consultarse en www.iosco.org, pretende establecer unas directrices que sirvan de guía para la creación o la modificación de normas prohibiendo y sancionando los abusos de información privilegiada, lo que a largo plazo inducirá un avance hacia una armonización de la normativa sobre abusos de información privilegiada a nivel mundial.

## III. LA APLICACIÓN EN EL ESPACIO DE LAS PROHIBICIONES DE ABUSO DE MERCADO CUANDO CONCURREN ELEMENTOS DE EXTRANJERÍA. EL ARTÍCULO 84.8 DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

### 1. El principio de territorialidad en la aplicación de las normas sancionadoras y la introducción de criterios complementarios

La determinación del ámbito de aplicación de las prohibiciones de abuso de mercado o lo que es lo mismo, la determinación de qué conductas de abuso de información privilegiada o manipulación de cotizaciones con elemento extranjero son perseguibles por la autoridad nacional, es una cuestión compleja.

Conforme al artículo 8.1 del CCiv., el principio básico para la determinación de la eficacia de las normas prohibitivas y sancionadoras en el espacio es el de territorialidad. Según este precepto, "las leyes penales, las de policía y las de seguridad pública obligan a todos lo que se hallen en territorio español". Al ser el *ius puniendi* emanación de la soberanía del Estado, la eficacia del Derecho público sancionador (sea penal, sea administrativo) está vinculada a la extensión del territorio de la Nación [47]. Sin embargo, se admite que este criterio básico de territorialidad se complemente con otros, pudiéndose aplicar las normas sancionadoras españolas a conductas que contienen elementos de extranjería.

Así, en materia penal el principio de territorialidad se complementa con los de personalidad, protección de intereses y justicia mundial, en virtud del artículo 23 de la LOPJ. Por lo tanto, cuando las conductas examinadas sean constitutivas del delito de manipulación de cotizaciones del artículo 284 del CP o del delito de abuso de información privilegiada contemplado en los artículos 285, 286 y 442 del CP, podrán perseguirse aun cuando se hayan llevado a cabo por extranjeros, o desde el extranjero.

Por contra, en el ámbito administrativo sancionador no hay fijados unos criterios generales complementarios al de territorialidad, que rige en esta ma-

---

[47] En la medida en que la soberanía del Estado es territorial, el poder o los actos de autoridad sólo pueden ejercerse dentro de los espacios físicos sujetos a ese poder. El artículo 8.1 cumple una función de advertencia a quienes se hallan en territorio español de que están sujetos al *ius imperii* de la autoridad española. Véase en este sentido GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., "Comentario al artículo 8.1", en *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales* (dir. Albaladejo, M, y Díaz Alabart, S.), t. I, vol. 2.º, 2.ª ed., Edersa, Madrid, 1995, pp. 100-101. También sobre la vinculación entre soberanía y territorialidad de ciertas normas GONZÁLEZ CAMPOS, J., "Comentario al artículo 8.1" en *Comentario del Código Civil*, t. I, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, p. 72.

teria con un especial vigor. Sólo con relación a materias específicas se prevé de forma excepcional la extraterritorialidad de concretas normas administrativas [48].

En el ámbito del Derecho del mercado de valores, el principio de territorialidad es corroborado por el artículo 3 de la LMV, según el cual las disposiciones de la LMV son de aplicación "a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional" [49]. El territorio nacional delimita espacialmente las posibilidades de actuación de la CNMV y la aplicación de la LMV en la materia que nos ocupa. En consecuencia, las prohibiciones de abuso de mercado se aplican siempre que el mercado afectado sea el español.

Sin embargo, la aplicación estricta del principio de territorialidad deja importantes lagunas de punibilidad en un contexto como el actual de progresiva internacionalización de los mercados y creciente transnacionalidad de los ilícitos bursátiles. Es imprescindible la incorporación en los ordenamientos nacionales de nuevos criterios que permitan una cierta extraterritorialidad en la aplicación del régimen de supervisión y sanción. En caso contrario serán muchos los casos de abuso de mercado que quedarán impunes.

El Derecho y la doctrina comparadas han propuesto distintos criterios para fijar qué elementos determinan la conexión de las conductas de abuso de mercado con el foro. O lo que es lo mismo, qué elementos de extranjería son irrelevantes a efectos de considerar un supuesto de abuso de mercado como persegui-

---

[48] Así las normas sobre registro civil obligan a los españoles que se encuentran en el extranjero, conforme a una suerte de criterio de personalidad. También es posible la aplicación de nuestro Derecho administrativo fuera de nuestro territorio a ciertos establecimientos y centros de enseñanza o a servicios de emigración. Sobre la posibilidad de extraterritorialidad de ciertas normas administrativas, véase GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ, T.-R., *Curso de Derecho administrativo*, t. I, 8.ª ed., Madrid, 1997, p. 81, y GONZÁLEZ CAMPOS, J., "Comentario al artículo 8.1", op. cit., p. 73.

[49] La emisión, negociación o comercialización en territorio nacional de valores determina la aplicación de la LMV y la competencia de la CNMV. Por lo tanto toda infracción relacionada con la negociación, la emisión o la comercialización de valores en territorio nacional es sancionable por la CNMV con arreglo a lo dispuesto en la LMV, y ello aun cuando el infractor sea extranjero, o incluso aunque lo sean los valores objeto de emisión, negociación o comercialización siempre que estas actividades se desarrollen en nuestro territorio. Véase en este sentido la STS de 20 de junio de 2003, donde el Tribunal Supremo considera que la CNMV es competente para sancionar a un intermediario alemán no autorizado que comercializaba en nuestor país inversiones en futuros y opciones negociadas en mercados de EE.UU. Sobre el principio de territorialidad contenido en el artículo 3 de la LMV y su interpretación en un sentido amplio véase FUERTES LÓPEZ, M., "Territorialidad e irretroactividad del Derecho sancionador del Mercado de Valores", *RDBB*, n.º 94, abril-junio de 2004, pp. 227-230.

ble y sancionable por las autoridades nacionales. Los que han alcanzado mayor relevancia son: el criterio del efecto y el criterio de la actividad.

El criterio del efecto implica la aplicación de la ley nacional a los abusos de mercado que tengan por objeto instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado nacional, con independencia de dónde se ha consumado la acción típica. Cuando la negociación se inicia en el extranjero pero culmina en los mercados nacionales se aplica la normativa del foro, pese a que la acción en sí (orden de compra o venta en posesión de información privilegiada, difusión de información falsa, operación manipulativa, etc.) se haya desarrollado íntegramente en el extranjero. De esta forma, se protege la integridad del mercado doméstico frente a transacciones dañinas realizadas desde el exterior (50).

Conforme al criterio de la actividad la conducta se sancionará en el país donde tengan lugar los hechos constitutivos de la infracción con independencia del lugar en que éstos produzcan sus efectos. Se aplica la ley nacional y es competente para sancionar la autoridad nacional en situaciones en que el daño

(50) Este criterio tiene su origen en la jurisprudencia norteamericana, desde donde se ha extendido al Derecho comunitario y a los ordenamientos nacionales de numerosos países. Los Tribunales americanos, sobre la base de que el principal propósito de las normas sobre abuso de mercado es proteger la integridad de los mercados de valores americanos, sostienen que la *rule 10b-5* y la *rule 14e-3* son aplicables incluso si la negociación la realiza un extranjero o si la operación se inicia o realiza en el extranjero por mediación de intermediarios extranjeros, siempre que la conducta produzca un efecto dañino en los Estados Unidos. El caso clave en esta materia es Tamari v. Bache & Co. (Lebanon) SAL 730 F.2d 1103 (7th Cir. 1984). En ella, el Tribunal interpreta que el Congreso, al promulgar la SEA de 1934, pretendía que sus normas tuviesen una aplicación extraterritorial, para proteger los mercados americanos de transacciones desarrolladas en el extranjero, pero con efectos dañinos en los mercados nacionales. Pero ya antes esta doctrina había sido apuntada en el caso Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F2d 200 —2d Cir.—, rev'd on other founds, 405 F.2d 215 —2d Cir.— 1968; donde el Tribunal del Second Circuit sostuvo que una transacción realizada en el extranjero con valores de un emisor extranjero, pero cotizados en un mercado de valores americano y existiendo ciudadanos americanos que poseían esos valores, afectaba al mercado doméstico. Las autoridades americanas eran competentes puesto que la transacción había tenido efectos en el mercado doméstico. También en el caso Bersch v. Drexel Firestone Inc., 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975), *cert. denied* 423 U.S. 1018, 96 S. Ct. 453 (1975), el Tribunal estimó que si las conductas realizadas en el extranjero tenían efectos "sustanciales" en los mercados americanos, la SEC podría iniciar una investigación o plantear una demanda ante los Tribunales. Un breve análisis de estas sentencias puede verse en HASELTINE, W. B., "International regulation of securities markets…", op. cit., pp. 321-322 y 318-319. También la doctrina se ha mostrado favorable a la aplicación de la normativa sobre mercados de valores estadounidense, cuando la conducta ilícita afecta a alguna de las Bolsas nacionales. Véase entre otros LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Securities regulation*, op. cit., pp. 5023 a 5028; LANGEVOORT, D., *Insider trading regulation*, op. cit., p. 469, BALTIC, C. V., "The next step in insider trading regulation...", op. cit., pp. 185 y ss., o HAZEN, T. L., *The Law of Securities...*, op. cit., pp. 902-903.

ocurre en el extranjero, pero la actividad o parte sustancial de ésta se ha producido en el foro (51).

Junto con el criterio del efecto y el de la actividad, que son los más relevantes y utilizados en el Derecho comparado, se han propuesto otros que gozan de menor aceptación, como el criterio de la nacionalidad del emisor (52), el

(51) Este criterio también tiene su origen en el Derecho estadounidense, donde se utiliza en combinación con el criterio del efecto. Se ha aplicado con moderación, ya que los Tribunales exigen que una parte sustancial de la actividad *("significant conduct")* haya sucedido en territorio de los EE.UU. Así el Tribunal del *Second Circuit* en Leasco v. Maxwell, 468 F2d 1326 (2d Cir. 1972), consideró que la difusión de informaciones engañosas en territorio americano referidas a valores extranjeros, negociados en exclusiva en mercados extranjeros, era suficiente para determinar la competencia de los tribunales americanos, puesto que la conducta ilícita se había desarrollado en América. Parecida argumentación se aplican los Tribunales del *Third Circuit* en Straub v. Vasiman & Co Inc. 540 F.2d 591 —3d Cir.— 1976, del *Fifth Circuit* en US v. Cook 573 F.2d 281 o del *Ninth Circuit* en Grunenthal GmbH v. Hotz 712 F.2d 421 —9th Cir.— 1983. Un resumen del caso Leasco v. Maxwell puede verse en LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Securities regulation*, op. cit., p. 5025. En general, sobre la aplicación del *Conduct test* en EE.UU. véase HASELTINE, W. B., "International regulation of securities markets…", op. cit., pp. 319-321; FLETCHER, C. E., *Materials on the law of insider...*, op. cit., pp. 551-552; LANGEVOORT, *Insider Trading regulation*, op. cit., pp. 471-472, o HAZEN, T. L., *The Law of Securities...*, op. cit., pp. 902-903.

(52) Conforme a este criterio cada país debería aplicar sus normas sobre abuso de mercado a las transacciones nacionales o transnacionales que tengan por objeto valores emitidos por un nacional, considerando como tal a aquel emisor cuyas acciones son poseídas en su mayor parte por residentes del país y cuyas operaciones principales son realizadas en el territorio nacional. Si el emisor es extranjero no se aplicará la ley nacional, aun cuando sean nacionales quienes realicen la transacción en un mercado regulado nacional. La nacionalidad del emisor como criterio único determinante de la aplicación de la normativa nacional sobre abuso de información privilegiada ha sido propuesto en EE.UU. por FOX, M. B., "Insider trading in a globalizing market...", op. cit., pp. 355 y ss., y en Francia por HERTIG, G., "La repression des délits boursiers internationaux", "*Bulletin Joly. Bourse et produits financiers.* Número especial: *Contrôle des marchés et protection de l'épargne. L'information financière en Europe*, abril de 1994, pp. 116. Otros autores como LANGEVOORT, *Insider trading regulation*, op. cit., p. 479, son más moderados y lo proponen como complemento del criterio del efecto. Con este criterio, según sus defensores, se logra una mayor confianza del inversor en los valores de emisores nacionales, que son los más negociados en el propio mercado, y se contribuye a salvaguardar la fiabilidad (*accuracy*) de los precios (vid. FOX, M. B., "Insider trading in a globalizing..." cit., pp. 367 a 369 y 378 a 380). A mi juicio este criterio es muy perjudicial, dado que si se aplica de forma generalizada, se estará creando un serio obstáculo a la internacionalización de los mercados de valores, ya que sólo las transacciones en valores nacionales tendrían las debidas garantías de transparencia e integridad, quedando desprotegidas las transacciones con valores extranjeros. Pero además tampoco las transacciones con valores nacionales serían seguras. ¿Cómo podría la autoridad supervisora nacional detectar y sancionar los abusos de mercado cometidos por extranjeros en un mercado foráneo y por tanto no supervisado por ella, por más que los valores hubiesen sido emitidos por una sociedad nacional?

criterio del principal centro de negociación del valor (53) y el criterio de la localización del intermediario (54).

La LRSF de 2002 introdujo los criterios del efecto y de la actividad en el artículo 84.8 de la LMV exclusivamente en relación con la persecución y sanción de los abusos de mercado (55). Para el resto de infracciones relacionadas

---

(53) Este criterio ha sido propuesto por HERTIG, G., "La repression des délits..." op. cit., pp. 116, y HIRSCH, A., "International Enforcement and International Assistance in Insider Trading Cases", *European Insider Dealing. Law and Practice* (dir. HOPT y WYMEERSCH), Londres, 1991, pp. 377-378. Adolece de los mismos inconvenientes que el criterio de la nacionalidad del emisor, que hemos expuesto en la nota anterior.

(54) Según este criterio, será competente la autoridad desde cuyo territorio haya operado el intermediario profesional que ha intervenido en una operación con información privilegiada. Este criterio es recogido expresamente en la sección 62 (1) (c) de la *Criminal Justice Act* británica, que considera aplicable la normativa sobre *insider dealing* contenida en la CJA siempre que el intermediario profesional se encontrase en el Reino Unido en el momento en que realizó cualquier actividad a través de la cual se cometió el delito. Con esta previsión se complementa a los criterios del efecto y de la actividad contemplados en los subapartados a) y b) de la sección 62 (1). En nuestra opinión, el nexo con el Reino Unido resulta demasiado débil, siendo posible que en el caso concreto otros Estados también estén interesados en sancionar la conducta por haberse producido ésta en su territorio o por tener efectos en sus propios mercados. Por lo tanto, esta previsión resulta altamente perturbadora, ya que generará conflictos con otras autoridades. Además la FSA difícilmente podrá detectar operaciones de iniciados desarrolladas a través de intermediarios británicos, cuando culminen en otros mercados.

(55) Estos dos criterios usados de forma combinada no son desconocidos en nuestro ordenamiento. En el ámbito penal, la doctrina propone desde hace muchos años el uso de la teoría de la ubicuidad para resolver los problemas de competencia que plantean los delitos a distancia, que son aquellos en los que la acción se realiza en un país, pero el resultado se produce en otro. Según esta teoría el delito se entendería cometido en España tanto si se realiza la acción o la omisión (criterio de la actividad) como si se produce el resultado (criterio del resultado) en territorio español. En consecuencia, el Juez penal nacional es competente si el resultado se ha producido en territorio español (criterio del resultado), pero también puede serlo si la acción u omisión se ha consumado en territorio español, aun cuando el resultado lesivo se produzca en el extranjero (criterio de la actividad). Los Códigos penales más modernos han incorporado expresamente la teoría de la ubicuidad, y así véase el artículo 6 del Código penal italiano, el artículo 7 del Código penal suizo o el artículo 9 de la parte general del Código penal alemán. En España, el Código Penal de 1995 no incluye un precepto general de este tenor. Esta carencia ha sido criticada por la doctrina que, no obstante, siempre ha estimado que la teoría de la ubicuidad se podía aplicar en España aunque careciese de refrendo legal expreso. Véase, entre otros, GÓMEZ ORBANEJA, E., *Comentarios a la Ley de Enjuiciamiento Criminal*, I, Barcelona, 1947, pp. 379 y ss. RODRÍGUEZ MOURULLO, "Lugar del delito", *N.E.J. Seix*, XV (1974), pp. 725-726 CEREZO MIR, J., *Curso de Derecho Penal español. Parte general, II, Teoría jurídica del delito*, 5.ª ed., Madrid, 1997, pp. 75-76; COBO DEL ROSAL, M. y VIVES ANTÓN, T., *Derecho penal. Parte general*, 4.ª ed, Valencia, 1996, pp. 194; RODRÍGUEZ DEVESA, J. M., *Derecho penal español. Parte general*, 17.ª ed., Madrid, 1994, p. 401; DÍEZ SÁNCHEZ, J. J., *El Derecho Penal Internacional (Ámbito espacial de la Ley Penal)*, Colex, Madrid, 1990, p. 82, o MUÑOZ CONDE, F. y GARCÍA ARÁN, M., *Derecho penal. Parte general*, 2.ª ed., Valencia, 1996, pp. 163-164.

con el mercado de valores rige sin excepciones el principio de territorialidad. El artículo 84.8 de la LMV es fruto de la trasposición del artículo 10 de la DAM [56], que ha obligado a todos los países miembros de la UE a introducir estos criterios que han demostrado ser los más útiles y los que gozan de mayor aceptación por la doctrina. El artículo 10 de la DAM retoma los criterios del efecto y de la actividad que ya recogía el artículo 5 de la Directiva 89/592/CEE, del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, pero ampliando su contenido y mejorando su expresión [57]. A continuación los analizamos en detalle.

---

[56] El apartado 8.º del artículo 84 de la LMV fue introducido por el artículo 38 de la LRSF, tomando como base el artículo 10 de la Posición común (CE) n.º 50/2002 aprobada por el Consejo el 19 de julio de 2002 con vistas a la adopción de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (DOCE C 228 E de 25-9-2002). El precepto coincide plenamente con el texto definitivo del artículo 10 de la DAM, que obliga a los Estados a introducir criterios complementarios al de territorialidad, al señalar que cada Estado miembro aplicará las prohibiciones y requisitos de la Directiva a: "a) las actuaciones llevadas a cabo en su territorio o fuera de él que se refieran a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado o que opere en su territorio o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado; b) las actuaciones llevadas a cabo en su territorio en relación con los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado". Con este artículo se pretende, como explica el considerando 35 de la DAM, "una aplicación geográfica amplia de las disposiciones cubiertas por la presente Directiva".

[57] La Directiva sobre iniciados de 1989 ya amparaba, en su artículo 5, una aplicación extraterritorial de la normativa nacional sobre abuso de información privilegiada al señalar que "cada Estado miembro aplicará las prohibiciones que establecen los artículos 2, 3 y 4, al menos a los actos que tengan lugar en su territorio, en la medida en que los valores afectados se admitan a negociación en un mercado de un Estado miembro. En cualquier caso, cada Estado miembro considerará que las transacciones se efectúan en su territorio cuando se efectúen en un mercado, tal como se define en el artículo 1, apartado 2, *in fine*, situado en dicho territorio o que opere en él". El precepto obligaba a los Estados miembros a adoptar el criterio de la actividad, al tiempo que se daba entrada al criterio del efecto, ya que los Estados miembros debían considerar como producidas en su territorio todas las transacciones que se efectuasen en un mercado situado en su territorio o que operase en él. En todo caso el precepto resultaba oscuro y dejaba abiertos múltiples interrogantes sobre cuál sería la autoridad competente en relación con las transacciones ilícitas realizadas fuera de mercado o con las conductas de comunicación y recomendación prohibidas. Además dejaba abierta la posibilidad de una ampliación de los criterios por los Estados miembros con el consiguiente riesgo de problemas de doble sanción y conflictos de competencia. La doctrina tanto española como extranjera puso de manifiesto estos peligros, y así VALENZUELA GARACH, F. y PEINADO GRACIA, J. I., "La utilización abusiva de informaciones confidenciales…." op. cit., p. 39; GÓMEZ INIESTA, D. J., *La utilización abusiva*..., op. cit., p. 77; HOPT, K. J., "The european insider...", op. cit., pp. 78-79; LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores...*, op. cit., pp. 168-169, GAILLARD, E. y PINGEL, I., "Les opérations d'initiés dans la Communauté europeénne", *Revue trimestrelle de droit europeén* (1990-2), p. 349; SOLIMENA, L., "La direttiva sull'insider trading", *Giurisprudenza commerciale* (1989), I, p. 1064-1065, o LAMBRECHT, P., "La Directive européenne relative aux opérations d'initiés", *Revue de la Banque*, n.º 8-9 (1990), p. 458.

## 2. El criterio del efecto

Conforme al artículo 84.8 de la LMV la CNMV será competente, respecto a lo establecido en los artículos 81, 82 y 83 ter de la LMV, de "los actos llevados a cabo en territorio español o fuera de él que se refieran a valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado en territorio español o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho territorio". Se consagra el criterio del efecto, que encuentra su amparo legal no sólo en este precepto sino también en otras disposiciones, como los artículos 13 y 78 de la LMV [58].

Además es un criterio que la CNMV ya venía siguiendo en actuaciones anteriores a la introducción del artículo 84.8 de la LMV por la LRSF.

> En el caso de la OPA de Xstrata sobre Asturiana del Zinc, la CNMV sospechó que se podrían haber producido abusos de información privilegiada por parte de directivos o consejeros de la Sociedad suiza Xstrata [59]. Pese a no ser nacionales los presuntos infractores, y pese a que las conductas perseguidas se realizaron desde Suiza, la CNMV inició un expediente y remitió los datos de éste a la Fiscalía por sospechar que la conducta investigada podía ser constitutiva del delito de abuso de información privilegiada contemplado en el artículo 285 del CP, en virtud de la cuantía de los beneficios obtenidos. En cambio, la CNMV se limitó a una

---

[58] El artículo 13 de la LMV encomienda a la CNMV "la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, y el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley". Poniendo esta norma en conexión con el artículo 3 de la LMV, los mercados de valores a los que se refiere el artículo 13 de la LMV son los establecidos en territorio nacional. En consecuencia, la CNMV puede perseguir, investigar y sancionar cualquier abuso de mercado que se produce en un mercado de valores español, con independencia de la nacionalidad de los infractores y del lugar de comisión de los hechos. También el artículo 78 de la LMV refuerza esta interpretación, ya que obliga a cuantas personas y entidades ejerzan, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores a respetar las normas de conducta comprendidas en el Título VII, entre las que se encuentra la obligación de abstenerse de usar indebidamente informaciones privilegiadas y la prohibición de realizar prácticas tendentes a falsear la libre formación de los precios.

[59] En los días anteriores al anuncio de la OPA que lanzó la suiza Xstrata AG sobre la empresa española Asturiana del Zinc, el precio de las acciones de Asturiana subió un 40%, al tiempo que aumentaba anormalmente el volumen de contratación. La CNMV investigó y con la colaboración de las autoridades suizas llegó a la conclusión de que se podía haber cometido un delito de abuso de información privilegiada y pasó la información a la Fiscalía. El día 29 de enero la CNMV autorizó un comunicado de AZSA en el que se aseguraba que ninguno de sus consejeros o directivos utilizó información privilegiada. Las sospechas se desviaban así hacia los consejeros de la suiza Xstrata o a alguno de sus asesores o financiadores, todos ellos suizos. Véase CNMV, nota de prensa, 25 de enero de 2002 (en http://www.cnmv.es) y las noticias publicadas en *El Mundo* el 26-1-2002 y el 29-10-2002 (accesibles en la hemeroteca digital del periódico; http://www.elmundo.es).

denuncia formal ante las autoridades holandesas en el caso Endemol, al sospechar que podían haberse producido abusos de información privilegiada en la Bolsa de Amsterdam días antes de la adquisición de Endemol por parte de Telefónica. La CNMV se limitó a hacer partícipe de sus sospechas al STE (organismo supervisor de las Bolsas en Holanda), pese a que en la operación participaba una sociedad cotizada española y no sería descartable que el abuso de información privilegiada se hubiese cometido por un nacional o desde España.

El criterio del efecto es coherente con el objeto de protección de la LMV, que no es otro que el buen funcionamiento de los mercados de valores nacionales [60]. Se aplica la ley española sólo en la medida necesaria para cumplir el objetivo de protección del mercado español.

En la práctica pueden plantearse supuestos de abuso de mercado que repercutan en nuestro mercado y en un mercado extranjero —p. ej. se difunde información falsa alterando anormalmente la cotización de los valores en dos mercados ubicados en distintos países—. En este caso deberá producirse una regulación parcial del supuesto (en cuanto afecte al mercado español), sancionando tan sólo por las operaciones que afectan a nuestro mercado e informando a las otras autoridades de lo que sea pertinente.

En concordancia con la extensión de la prohibición de abuso de información privilegiada a valores aún no admitidos a negociación en un mercado pero para los que ya se ha cursado una solicitud de admisión (artículo 81.1, 2.º párr. 1.ª proposición de la LMV), también la competencia territorial de la CNMV se extiende a la persecución de operaciones ilícitas realizadas con dichos valores para los que se ha solicitado la admisión a negociación en un mercado situado en territorio español.

Sorprende que el criterio del efecto se circunscriba en el artículo 84.8 de la LMV a los mercados regulados, obviando cualquier referencia a los sistemas organizados de negociación, y ello pese a que las prohibiciones de abuso de

---

[60] Los diversos preceptos de la LMV manejados en este apartado hacen referencia al mercado, sin especificar que se refieren al mercado nacional. Sin embargo, esto no puede llevarnos a pensar que el ámbito de protección son cualesquiera mercados al no exigirse expresamente que la operación se lleve a cabo en el mercado nacional. De la lectura del Preámbulo de la LMV queda claro que el objeto de protección son los mercados nacionales, pues en él se emplea frecuentemente el adjetivo "nuestros" (p. ej. en el cuarto párrafo se señala: "Otro objetivo básico de esta Ley consiste en la necesidad de potenciar nuestro mercado de valores..."). No queda ninguna duda de que en nuestro ordenamiento no serían admisibles los razonamientos de la sentencia francesa en el caso Péchiney, donde se afirmaba que puesto que la ley no especificaba que la operación debía realizarse en el mercado nacional para ser sancionable, había que entender que era ilícita con independencia del mercado donde tuviese lugar (Cass. Crim. de 26 de octubre de 1995, extractada en *Revue Juridique de Droit des Affaires,* n.º 1, 1996, pp. 54 a 63, en especial pp. 55-56). Esta interpretación jurisprudencial fue muy criticada por algún autor, y así GAUTIER, P.-Y., "Sur la localisation de certaines infractions économiques", *Revue critique de droit international privé,* 1989, pp. 672-674.

mercado se extienden sin lugar a dudas a estos mercados. Parece en principio que la CNMV no pudiese sancionar los abusos cometidos fuera de territorio español que afecten a valores negociados en un mercado que no esté reconocido como oficial. En mi opinión esta interpretación no es correcta. El tenor literal del artículo 84.8 de la LMV obedece a una transposición mecánica de las previsiones de la Posición Común de la DAM y, como ocurre tantas veces, el legislador no se ha preocupado de coordinar el precepto con otros a los que éste pueda afectar.

En consecuencia hay que realizar una interpretación armónica de toda la LMV. A este respecto hay que recordar que el artículo 31.4 de la LMV, en su 4.º párrafo, extiende el régimen de supervisión y sanción del Título VIII de la LMV a los sistemas organizados de negociación. Si añadimos que el artículo 3 de la LMV extiende las disposiciones de esta norma a todos los valores cuya negociación tenga lugar en territorio español debemos concluir que la CNMV es competente para la persecución, investigación y sanción de cualquier abuso de mercado cuyos efectos se produzcan en un sistema organizado de negociación que opere en territorio español y ello aun cuando la conducta dañosa se haya realizado en el extranjero.

Tampoco ha incluido el artículo 84.8 de la LMV una referencia a los mercados deslocalizados. La razón es que todos los mercados regulados españoles son mercados localizados. No obstante, esto es un error, puesto que en el futuro nada impide que operen en nuestro país mercados deslocalizados. Sin embargo, el artículo 10.a) de la DAM, del que trae su causa este precepto, y al igual que ya hiciera el artículo 5 de la Directiva de iniciados de 1989, afronta el problema de la deslocalización de los mercados y prevé que un Estado considere realizadas en su territorio no sólo las transacciones consumadas en un mercado situado en su territorio, sino también las que se produzcan en un mercado que opere en dicho territorio. De esta forma un Estado perseguirá y sancionará los abusos de mercado que se produzcan con valores cotizados en un mercado informatizado al que se tenga acceso desde el territorio nacional. Es una solución insegura y que puede provocar conflictos de competencia, pues un mercado informatizado puede funcionar en más de un país, con lo que más de una jurisdicción sería competente [61]. La solución ideal para la supervisión de estos mercados descentralizados, cuando fuesen de ámbito europeo, sería la atribu-

[61] De este riesgo ya advertía, con relación al artículo 5 de la Directiva sobre iniciados, HOPT, K. J., "The european insider...", op. cit., p. 79, en un momento en el que aún no existían mercados que operasen en más de un Estado.

ción de competencias de supervisión y sanción al CESR (62). El avanzado estado en que se encuentra la armonización de las legislaciones en materia de mercado de valores parece que permitiría atribuir al CESR la coordinación de la supervisión de los mercados de valores nacionales, que quedaría a cargo de las autoridades de cada Estado, y la supervisión de los mercados supranacionales (63). En

(62) La idea de una Comisión de valores europea no es nueva y ya en los años sesenta abogaban por ella algunos autores; véase LARCIER, R. L., "Pour ou contre une 'Securities Exchange Commission', européenne?", *Revue de la Banque*, n.º 7 (1967), pp. 666-667, si bien el propio autor reconocía que era necesaria una previa armonización del derecho de sociedades y del derecho de los mercados de valores, op. cit., p. 666. En cambio la doctrina italiana considera que es preferible una estructura de red por resultar más flexible y generar una cierta competencia entre autoridades en el ámbito de la supervisión. Véase MONTEDORO, G., "Sub artículo 4", *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (dirs. Alpa, G. y Capriglione, F.,) Padua, 1998, p. 56; BELLI, F., "Note a margine della vigilanza", *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, (dirs. Patroni Griffi, A., Sandulli, M y Santoro, V.), Turín (1999), p. 318; BROZZETTI, A., "Collaborazione tra gli organi di vigilanza", *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole di "governo" societario* (dirs. Belli, F. y Salerno, E.) Giuffrè, Milán, 2002, pp. 95-96.

(63) Esta opinión no es compartida por WYMEERSCH, E., "From harmonization to integration in the european securities markets", *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation* n.º 3 (1981), pp. 22-24, quien considera que en un futuro mercado de valores integrado de ámbito europeo, la autoridad comunitaria debería encargarse tan sólo de la elaboración de unas directrices generales de comportamiento, mientras que la administración y supervisión diaria de los mercados estaría en manos de las autoridades nacionales. Sin embargo, el propio autor reconoce que la supervisión de las transacciones al objeto de detectar casos de abuso de información privilegiada u otros ilícitos debería quedar en manos de la autoridad central, si bien la posterior investigación y sanción se atribuiría a las autoridades nacionales (op. cit., p. 24). El problema es a cuál de ellas. Si el mercado afectado por el abuso de información privilegiada es el mercado integrado europeo, en mi opinión debería ser la autoridad europea la encargada de su investigación y sanción. Incluso sería posible una solución en la que tanto la autoridad comunitaria como las nacionales pudiesen tener competencias, siempre y cuando se articulasen vías de cooperación adecuadas. Así en materia de defensa de la competencia, tanto la Comisión Europea como las autoridades de los Estados miembros en el ámbito de la competencia y los órganos jurisdiccionales nacionales ostentan competencias para la aplicación de los artículos 81 y 82 del Tratado. De esta forma las autoridades nacionales se ocupan en exclusiva de los asuntos concernientes a los mercados nacionales, pero comparten sus atribuciones con la Comisión en aquellas cuestiones que afectan al "mercado comunitario" (o más bien a mercados de ámbitos superior al nacional). La clave del buen funcionamiento del sistema es la cooperación entre autoridades comunitarias y nacionales. El Reglamento CE n.º 1/2003, del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del TCE, regula los mecanismos de cooperación entre los órganos jurisdiccionales y la Comisión Europea y las autoridades de competencia nacionales (en el caso español el Tribunal de Defensa de la Competencia y el Servicio de Defensa de la Competencia), a las que se dota de la facultad de presentar observaciones escritas u orales antes los primeros cuando se apliquen los artículos 81 y 82 del Tratado. Igualmente se prevén mecanismos de mutua ayuda y cooperación entre las distintas autoridades de competencia de los Estados miembros y entre

la práctica el CESR ya desarrolla una labor de coordinación de las tareas de supervisión y sanción, a través de su grupo de trabajo permanente CESR-pol (64).

El criterio del efecto tiene la ventaja de que permite actuar a la autoridad en cuyo territorio se han producido las repercusiones negativas de la conducta de abuso de mercado. Se impide que los propios nacionales puedan burlar lo previsto en la normativa nacional sobre el mercado de valores, operando desde el extranjero. Con esta tesis se salvaguarda al mercado de cualesquiera ataques, provengan estos del territorio nacional o del extranjero, y de este modo se consigue una protección casi absoluta del mercado.

Pero tiene el inconveniente de que la autoridad nacional tendrá dificultades para obtener pruebas de la conducta, al no haberse realizado dentro del ámbito en el que puede desarrollar sus competencias. Las organismos supervisores de los mercados de valores, en tanto que autoridades administrativas, sólo pueden utilizar sus poderes y facultades de obtención de información, documentos y testimonios, así como de registro, dentro del territorio nacional. El ente supervisor, la CNMV en el caso español, deberá recurrir a la cooperación internacional de otras autoridades para proceder a la investigación de los hechos y a la obtención de pruebas. Además, si el infractor es extranjero, será difícil hacer efectivas las sanciones pecuniarias.

---

éstas y la Comisión Europea para lograr una aplicación eficaz de los artículos 81 y 82. Las autoridades nacionales y comunitarias deben comunicarse recíprocamente cuanta información sea necesaria, prestarse asistencia en materia de investigación e incluso desarrollar tomas de declaración e investigaciones conjuntas. Así mismo las autoridades nacionales pueden realizar investigaciones a instancias y en nombre de las autoridades de otros Estados miembros, con relación a posibles infracciones de los artículos 81 u 82. Para la mejor aplicación de este Reglamento en nuestro ordenamiento se aprobó el RD 2295/2004, de 10 de diciembre, relativo a la aplicación en España de las normas comunitarias de competencia (BOE 23-12-2004), en el que se concretan algunas cuestiones al respecto.

(64) Para incrementar su capacidad de coordinación el propio CESR ha propuesto convertirse en agencia europea, con competencias para la adopción de decisiones con relación a cuestiones concretas como las agencias de calificación, la emisión de obligaciones en Europa, los mecanismos de inversión colectiva, etc. Sin embargo, de momento desecha la idea de transformarse en una autoridad pan europea con competencias de supervisión propias. En opinión del CESR primero debe ponerse en marcha el sistema de red de supervisores dotados de poderes suficientes y capacidades equivalentes. Sólo si este sistema demuestra no funcionar cabría plantearse la posibilidad de una opción por la supervisión transnacional. Véase CESR, *Preliminary progress report. Which supervisor y y tools for the EU Securities Markets? An analytical paper,* Ref. 04-333f, octubre de 2004, pp 16 y ss., y p. 23 con relación al rechazo de la idea de convertirse en autoridad de supervisión. Para un comentario de este documento véase AMF, *Rapport Annuel 2004,* pp. 51-54.

### 3. El criterio de la actividad. Restricción de su aplicación a las operaciones desarrolladas en los mercados comunitarios

La verdadera novedad del artículo 84.8 de la LMV no es la introducción del criterio del efecto, que podía deducirse sin problemas con anterioridad a la LRSF a partir de los artículos 3, 13 y 78 de la LMV. La innovación radica en la implementación del criterio de la actividad. Se recoge en términos idénticos al artículo 10, letra b) de la DAM, de tal forma que la CNMV también podrá perseguir y sancionar todas aquellas conductas de abuso de mercado realizadas en territorio español que resulten dañinas para los mercados regulados de otros Estados miembros de la Unión Europea por tener relación con valores o instrumentos negociados en sus mercados respectivos. Con ello la CNMV se erige en guardiana de la integridad de todos los mercados regulados de la Unión Europea. Así podría sancionar a un inglés que desde España da una orden de compra de valores negociados exclusivamente en la Bolsa de Londres, estando en posesión de información privilegiada.

Este criterio se introduce de forma restrictiva, ya que sólo se aplicará cuando la conducta produzca sus efectos en un mercado regulado de un país miembro de la Unión Europea [65]. Esto es, la CNMV no puede sancionar a un ciudadano estadounidense que cursa desde España y a través de una empresa de servicios de inversión española una serie de órdenes de compra de valores

---

[65] La DAM considera mercados regulados los que reciban tal consideración con arreglo a lo dispuesto en el artículo 13.1 DSI, referencia que hoy debemos entender hecha a los mercados que puedan considerarse regulados conforme a lo previsto en los artículos 36 y siguientes de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Por lo tanto, y a efectos de la DAM, se considera mercado regulado cualquier sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el Título III de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros. Con el fin de facilitar el conocimiento de los mercados que pueden ser considerados como regulados, el artículo 47 de la citada Directiva sobre mercados de instrumentos financieros prevé que cada Estado miembro elabore una lista de los mercados regulados de los que sea Estado miembro de origen, enviando dicha lista a los demás Estados y a la Comisión. De forma análoga debe comunicarse toda modificación de la lista. La Comisión publicará en el Diario Oficial de la Unión Europea una lista de todos los mercados regulados, que actualizará al menos una vez al año. Véase la última lista publicada en el documento "Presentación anotada de los mercados regulados y disposiciones nacionales por las que se aplican las exigencias de la DSI" (DO C 72/3, de 23-3-2004). Al mismo tiempo, la Comisión publica y mantiene actualizada una lista en su sitio de Internet con los mercados que en ese momento tienen la consideración de regulados. La lista es consultable en http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isd/.

cotizados en la Bolsa de Nueva York o de cualquier otro mercado de un país extracomunitario con la única intención de proporcionar indicios falsos en cuanto a la demanda de valores, falseando de esta forma la libre formación de los precios. En este caso, la CNMV se limitará a comunicar las informaciones que haya recabado al respecto a las autoridades extracomunitarias competentes, tal y como impone el artículo 90 de la LMV.

El uso de este criterio permite sancionar a la autoridad que goza de mejores posibilidades para la obtención de pruebas y de testimonios sobre los hechos, ya que al haberse cometido éstos en su territorio le será fácil conseguirlos en uso de sus poderes y facultades. Pero debido a que la autoridad nacional sólo supervisa de forma rutinaria sus propios mercados es difícil que detecte una conducta de abuso de mercado que ha producido sus efectos en un mercado extranjero. La negociación irregular será descubierta con toda probabilidad en el país en cuyo mercado se ha consumado.

Además el criterio de la actividad llevado a sus últimos extremos conduce a una extraterritorialidad de la ley nacional excesiva, puesto que bastaría con que cualquier elemento constitutivo de la infracción se hubiese cometido en territorio nacional para que fuese competente la propia autoridad (66). Por eso debe ser aplicado restrictivamente, limitándolo a casos en que la actividad desarrollada en nuestro país sea relevante. Esto es, podrían sancionarse las operaciones de iniciados o de manipulación de cotizaciones con efectos en mercados extranjeros, sólo cuando una parte sustancial de la actividad se haya desarrollado en territorio nacional. En mi opinión hay actividad sustancial si toda la

(66) Así sucedió en Francia, en el caso Péchiney, donde los Tribunales franceses se declararon competentes por el mero hecho de que la información privilegiada, que luego se utilizaría para negociar en la Bolsa de Nueva York, se había comunicado a los implicados en territorio francés. El Tribunal alegó que, en virtud de los artículos 693 *Code de Procédure Penal* y artículo 113-2 *Code Penal*, bastaba con que uno de los elementos constitutivos del delito hubiese sido cometido en territorio francés. Véase la sentencia de la *Cour d'appel* de 12 de julio de 1989 [*Revue de droit bancaire et de la bourse* (1990), pp. 84 y ss.] confirmada por la sentencia de *Cassation criminel* de 26 de octubre de 1995, extractada en *Revue Juridique de Droit des Affaires* n.º 1 (1996), pp. 54 a 63, en especial pp. 55-56. Véase las críticas a esta extraterritorialidad intolerable de GAUTIER, P.-Y., "Sur la localisation de certaines infractions économiques", *Revue Critique de Droit Internationale Privé* (1989), pp. 672 a 675, y JEANDIDIER, W., en un comentario a la sentencia de la *Cour de Cassation* de 3 de noviembre de 1992 [*Rev. Soc.*, 2 (1993), pp. 443 a 444]. También en Holanda, la regulación inicial de los abusos de información privilegida contenida en la Ley de 16 de febrero de 1989, que introdujo un nuevo artículo 336 en el Código penal holándes, preveía la extensión de la prohibición a abusos cuya información originaria se hubiese obtenido en Holanda aun cuando las transacciones se efectuasen en un mercado extranjero. Un resumen sobre el contenido de esta norma puede encontrarse en TAPIA HERMIDA, A.J., "Nueva ley en Holanda sobre el abuso de informaciones bursátiles privilegiadas", *RDBB*, n.º 34 (1989), p. 442.

operación se hubiese orquestado desde territorio nacional, a través de intermediarios nacionales y habiendo adquirido la información en el foro.

### 4. La necesaria jerarquización en la aplicación de los criterios del efecto y la actividad

La utilización conjunta de los criterios del efecto y la actividad elimina completamente posibles lagunas de punibilidad en los casos de abusos de mercado transfronterizos de índole comunitaria. Pero entraña también graves riesgos, ya que ni la Directiva, ni los ordenamientos nacionales, establecen prioridades a la hora de aplicar uno u otro criterio.

La utilización conjunta y sin límites de los criterios del efecto y la actividad conduce a que una misma conducta de abuso de mercado pueda ser sancionada doblemente, tanto en el lugar de comisión como en el lugar en que surtió sus efectos. Cuando una conducta se realiza en un país, pero surte efectos en otro Estado, podrían ser competentes las dos autoridades de los dos Estados y sancionar dos veces al mismo sujeto (67). Esto ya sucedió en el pasado en el caso Péchiney, donde impusieron sanciones, por los mismos hechos y a las mismas personas, los Tribunales franceses y los americanos (68).

El problema de la doble sanción puede paliarse con el artículo 16 de la DAM, que permite a las autoridades denegar una petición de información o de investigación cuando se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades del Estado objeto de la solicitud o cuando haya recaído sentencia firme sobre los mismos hechos y respecto de las mismas personas en el Estado miembro al que se dirige la solicitud (69). Estas previsiones, unidas a la obligación de mantener un estrecho contacto entre autoridades cuando se investiguen abusos de mercado transfronterizos, pueden evitar la vulneración del principio *non bis in idem* en materia penal en el plano internacional; pero no es una solución acertada. Podría enten-

---

(67) De este problema alerta también LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores...,* op. cit., pp. 163-164.

(68) Véase la sentencia francesa *Cass. crim.* de 26 de octubre de 1995, extractada en *RJDA* n.º 1 (1996), pp. 54 a 63. Por lo que respecta a Estados Unidos, la SEC interpuso una demanda contra los implicados, solicitando una *injunction* y la devolución de los beneficios obtenidos por parte de los principales implicados en el caso. Algunos de ellos se avinieron a la devolución y consintieron la imposición de una *injuction* permanente. Véase SEC v. Samir Traboulsi, et al. *Litigation Release* n.º 15429, *Civil Action* n.º 97-5759 (S.D.N.Y.).

(69) El artículo 16 de la DAM permite denegar, en los casos mencionados en el texto, tanto las solicitudes de información como las peticiones de investigación o de personación del propio personal en la investigación.

derse que será competente el primer Estado que inicie un procedimiento judicial, y eso aun cuando desde un punto de vista objetivo no sea el Estado con un interés predominante en regular la conducta. Por otro lado, no está claro si puede aplicarse este precepto en el supuesto de que la conducta sólo haya sido objeto de sanción administrativa y ésta haya devenido firme por no haberse interpuesto recurso judicial. El precepto parece referirse tan sólo a procedimientos judiciales ("procedimiento judicial... sentencia firme..."), con lo que podría llegarse a casos de doble sanción administrativa por los mismos hechos en distintos países (p. ej. en España y Francia, donde la conducta es sancionable administrativamente). Además el Estado al que se solicita la información no está obligado a denegarla, sino que simplemente puede hacerlo cuando crea que la transmisión de información puede dar lugar a una doble sanción. Por último, nada impide que aun denegada la información, la autoridad requirente condene al sujeto, con base exclusivamente en los datos y pruebas que posee, y pese a saber que la autoridad requerida también ha sancionado o está instruyendo un procedimiento sancionador.

En un ámbito como el comunitario en el que existen mecanismos de cooperación bien delimitados y eficientes (artículo 16 de la DAM), quizás hubiese bastado con la introducción de un único criterio, el del efecto, quedando salvadas las posibles lagunas de punibilidad por una intensa cooperación, tal y como se preveía en la Propuesta de Directiva [70], aunque en mi opinión la mejor solución es que el criterio de la actividad se aplique con carácter subsidiario, en aquellos supuestos en que la autoridad competente en virtud del criterio del efecto no sancione la conducta, bien por imposibilidad, bien porque hace dejación de sus funciones.

El criterio más adecuado para determinar la aplicación de las prohibiciones de abuso de mercado con elementos de extranjería y la competencia de las autoridades en su persecución es el del efecto, puesto que descansa en un nexo con el territorio más fuerte que los restantes criterios.

El criterio de la actividad debe aplicarse restrictivamente. Estimo que la CNMV sólo debe perseguir los casos de abuso de mercado que no lesionan la integridad de los mercados españoles, cuando la autoridad en cuyo mercado se han producido los efectos dañinos de la conducta abusiva no adopta las medidas oportunas y no persigue a los autores, bien porque no le resulta posible al no

---

[70] La Propuesta de Directiva sólo incluía el criterio del efecto, y así el artículo 10 señalaba que "Cada Estado miembro aplicará las prohibiciones y requisitos que establece la presente Directiva, por lo menos a las actuaciones que tengan lugar en su territorio, siempre y cuando los instrumentos financieros afectados se admitan o vayan a ser admitidos a negociación en un Estado miembro". Esta es la opinión de LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores...*, op. cit., p. 172.

estar estos en su territorio o bien porque no muestra interés en la sanción de la conducta. Siempre que pueda sancionar la autoridad en cuyo mercado ha producido sus efectos la conducta prohibida debería ser ésta la que lo hiciese, limitándose la CNMV a prestar la máxima colaboración posible.

## IV. LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL

### 1. Introducción. La promoción de la cooperación por parte de los organismos internacionales relacionados con los mercados de valores

La cooperación internacional entre supervisores es vital para combatir los abusos de mercado transfronterizos (71). La existencia de elementos de extranjería normalmente obligará a la autoridad nacional a obtener pruebas, documentos y testimonios en otros países. Para ello pueden utilizarse mecanismos muy variados.

---

(71) La IOSCO, en su documento *Insider Trading. How Jurisdictions regulate it,* marzo de 2003, p. 19, señala que debido a la globalización de los mercados de capitales, la cooperación y el intercambio de información entre autoridades resulta crucial para luchar contra la lacra del *insider trading*. En los últimos años se vienen incrementando progresivamente las peticiones de ayuda entre reguladores de distintos países. Así por ejemplo la COB francesa recibió 32 peticiones de asistencia en 1991 y otras 32 en 1992, y cursó 55 peticiones en 1991 y 93 en 1992 (COB, *Rapport annuel 1992,* p. 178). Estas cifras se han multiplicado diez años después, y así recibió 121 solicitudes de asistencia en 2001 y cursó 309 peticiones; en el año 2002, recibió 58 y presentó 230; en el año 2003 recibió 68 y presentó 197, y en el año 2004 recibió 76 y presentó 159 (datos obtenidos de COB, *Rapport Annuel 2002,* p. 198, AMF, *Rapport Annuel 2003,* p. 146, y AMF, *Rapport Annuel 2004,* p. 183). En Italia, las peticiones de asistencia de la CONSOB a sus homólogos extranjeros han pasado de 38 en 1998 a 68 en 2002 y 51 en 2003, mientras que las peticiones recibidas han aumentado de 37 en 1998 a 103 en 2002 y 94 en 2003, teniendo en cuenta que cerca del 90%, tanto de las peticiones recibidas como enviadas, tienen como procedencia o destino países miembros de la UE o los EE.UU. (véase CONSOB, *Relazione per l'anno 2002,* cit., p. 172, y *Relazione per l'anno 2003,* cit., p. 141 y p. 215). En Estados Unidos, la SEC recibió 151 peticiones de asistencia en 1991 y 200 en 1992 (datos obtenidos de SEC, *Annual Report 1994,* sección International Programs). Diez años después, la SEC cursó 364 solicitudes de asistencia en 2001, 448 en 2002 y 309 en 2003, y recibió 483 peticiones en 2001, 353 en 2002 y 344 en 2003 (véase SEC, *Annual Report 2001,* p. 17, SEC, *Annual Report 2002,* p. 13, y SEC, *Annual Report 2003,* p. 26). Por lo que respecta a nuestro país, el número de solicitudes tanto recibidas como enviadas es mucho menor. La CNMV, en su *Memoria anual 1997,* p. 62, y en su *Memoria Anual 1998,* p. 85, hablaba de una intensificación de la cooperación internacional y la asistencia mutua entre la CNMV y las autoridades de otros países en materia de inspección. No obstante, en 1998 la CNMV cursó tan sólo seis peticiones de asistencia y recibió tres (vid. CNMV, *Memoria Anual 1998,* p. 85). Estas cifras se han incrementado en años posteriores, y así en 2001; la CNMV realizó 33 peticiones de asistencia y recibió 34, en 2002, cursó 16 y recibió 27; en 2003, cursó 30 y recibió 26, y en 2004; cursó 26 y recibió 37 (vid. CNMV, *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2001,* p. 88; *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2002,* p. 91; *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2003,* p. 95, e *Informe anual 2004...,* p. 150, respectivamente).

La integración de España en la Unión Europea hace necesario distinguir dos ámbitos de cooperación: uno más estrecho, entre los países miembros de la Unión, provisto de unas normas específicamente diseñadas para el combate de los abusos de mercado, y otro menos definido, entre España y terceros países que no son miembros de la Unión.

En el ámbito comunitario, tanto la Directiva sobre iniciados de 1989 como la DAM han concebido la cooperación entre autoridades como uno de los pilares de la lucha contra los abusos de mercado. A esto deben añadirse los trabajos del CESR y su antecesor el FESCO, dirigidos a la promoción de la cooperación, destacando la elaboración de un acuerdo multilateral (72).

En el plano internacional, diversos organismos y entidades de carácter internacional, relacionados con la promoción de las actividades económicas a nivel supranacional, como la OCDE, el G-8 o el *Financial Stability Forum*, han impulsado la adopción de medidas que incrementen la cooperación de las autoridades nacionales en la lucha contra los ilícitos bursátiles transfronterizos y entre ellos contra los abusos de mercado, por considerarlos perjudiciales para el correcto funcionamiento de los mercados de valores y en consecuencia para la Economía mundial (73).

Pero ha sido IOSCO (74) el organismo que más ha trabajado en la promoción de la cooperación entre las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores. En especial destacan los documentos elaborados por el

---

(72) Véase el apartado 3.4.2.3.

(73) El G-8, antes G-7, trabaja con una perspectiva generalista de la Economía, pero no obstante ha elaborado algunos documentos sobre temas muy concretos relacionados con los mercados de valores, entre los que destacamos: G-7 Finance Ministers' Working Group on Financial Crime, *Ten Key Principles for the Improvement of International Co-operation Regarding Financial Crimes and Regulatory Abuse*, mayo de 1999, donde se insiste en la necesidad de establecer mecanismos de cooperación entre las autoridades nacionales para evitar la comisión de ilícitos financieros. La OCDE ha insistido en la necesidad de prohibir y erradicar los abusos de información privilegiada en sus trabajos sobre buen gobierno corporativo, y así véase el Principio III del documento *OECD, Principles of Corporate Governance*, 2004.

(74) También conocida por su sigla francesa, OICV (*Organisation Internationale des Commissions de Valeurs*), la IOSCO fue fundada en 1974, como la *Inter-American Association of Securities Commissions and Similar Organizations*. Posteriormente, en 1984, adoptaría su nombre actual y abriría sus puertas a los entes reguladores y supervisores de todo el mundo. Es una organización que institucionaliza la cooperación internacional en el ámbito de los mercados de valores, agrupando a organismos encargados de la supervisión y regulación de los mercados de valores de más de cien países. La IOSCO tiene como objetivos: la cooperación para promover altos niveles de regulación en orden a mantener mercados eficientes, honestos y seguros, la aportación de experiencias con miras a desarrollar los mercados domésticos, la integración de esfuerzos para conseguir un adecuado control de las transacciones internacionales y la prestación de asistencia entre sus miembros para promover la integridad de los mercados mediante una rigurosa aplicación de unos principios básicos y una efectiva supervisión y sanción de los ilícitos

Grupo de Trabajo del Comité Técnico sobre inspección e intercambio de información (*Working Group on enforcement and exchange of information*). Ya desde sus primeros años de funcionamiento, la cooperación ocupó un lugar central en sus preocupaciones emitiendo varias resoluciones muy relevantes en las que se instaba a las autoridades nacionales a crear nuevos cauces de cooperación (75). Así la IOSCO creó un vehículo nuevo, los *Memoranda of Understanding* (MOU's) de los que nos ocupamos más adelante (76). Además la IOSCO ha impulsado la armonización de los poderes y facultades de que gozan las autoridades supervisoras nacionales para que la cooperación entre ellas sea real y efectiva (77).

---

bursátiles. A pesar de tratarse de un organismo no gubernamental, los trabajos, decisiones y recomendaciones de la IOSCO han adquirido una importancia crucial en la elaboración y adopción de prácticas reguladoras tanto en los países miembros como a nivel supranacional. En la actualidad constituye el foro de discusión, intercambio y colaboración más importante para las autoridades de los mercados de valores nacionales. Puede obtenerse más información sobre este organismo en su página web, http://www.iosco.org.

(75) Ya en noviembre de 1986 la IOSCO aprobó la *Resolution concerning mutual assistance*, más conocida como Declaración de Río. Es un documento muy breve en el que simplemente se insta a las autoridades nacionales a proporcionarse asistencia de forma recíproca para obtener información en relación con la supervisión y protección de los mercados ante la existencia de prácticas ilícitas. También se sugiere que se designe una persona de contacto encargada de atender las solicitudes de asistencia. Al año siguiente la IOSCO emite una nueva resolución (IOSCO, *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement*, septiembre de 1987), donde se insiste en la necesidad de cooperación, pero ya con mayor detalle. La siguiente resolución en la materia (IOSCO, *Resolution on Cooperation*, junio de 1989) sugiere la conclusión de acuerdos bilaterales o multilaterales como vía más adecuada para articular las condiciones de la mutua prestación de asistencia. Documentos accesibles en www.iosco.org.

(76) La IOSCO propone por vez primera la conclusión de acuerdos bilaterales o multilaterales como fórmula para articular la cooperación en una resolución de 1989 (IOSCO, *Resolution on Cooperation*, junio de 1989). Tras esta propuesta la IOSCO elaboró en 1990 un informe, *Report Addressing the Difficulty Encountered While Negotiating and Implementing Memoranda of Understanding*, analizando los principales problemas que en la práctica estaba planteando la preparación y negociación de estos acuerdos. Con base en este análisis la IOSCO elaboró la recomendación más importante en esta materia: IOSCO, *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding*, septiembre de 1991, sugiriendo el contenido y los requisitos mínimos que deberían tener estos acuerdos. Documentos accesibles en www.iosco.org.

(77) La IOSCO, *Resolution on commitment to basic IOSCO Principles of high regulatory standards and mutual cooperation and asistance*, octubre de 1994, insta a los miembros de este organismo a cumplir con su obligación de cooperación y a revisar la normativa nacional para asegurarse de que permite prestar asistencia a otros entes supervisores y en concreto que permite obtener documentos y tomar declaraciones y transmitirlos a una autoridad extranjera. Al mismo tiempo, se señala que los futuros miembros de la IOSCO deberán garantizar que podrán cumplir con los principios de la IOSCO y prestar asistencia cuando se les solicite. Posteriormente, la IOSCO, *Resolution on enforcement powers*, noviembre de 1997, insiste en que las autoridades supervisoras de los mercados de valores estén dotadas de poderes suficientes para poder

A nivel regional, destaca la labor de la COSRA impulsando un acuerdo multilateral para establecer un marco de cooperación en América [78].

## 2. La cooperación en el seno de la Unión Europea

### A) La cooperación como instrumento indispensable para la integración de los mercados financieros

La noción de espacio financiero europeo es indisociable de la existencia de un dispositivo armonizado de detección y represión de los ilícitos bursátiles. Tal dispositivo reposa sobre la creación de autoridades nacionales de regulación del mercado financiero fuertes, independientes y dotadas de amplios poderes, que colaboren estrechamente entre sí para garantizar la eficacia de las disposiciones tanto internas como comunitarias. En la Unión Europea se ha creado una estructura de red basada en el intercambio fluido de información y en la asistencia mutua; propiciando unos altos niveles de cooperación entre las autoridades reguladoras de los países miembros de la Comunidad [79].

---

supervisar debidamente los mercados, pudiendo obtener toda clase de informaciones y, además, se pretende que esas informaciones puedan ser compartidas con sus homólogos extranjeros. Esta resolución se completa con IOSCO, *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*, noviembre de 1997. Documentos accesibles en www.iosco.org.

[78] Véase COSRA, *Framework for Cooperation in the Americas,* junio de 1994. En virtud de este acuerdo los miembros del COSRA se comprometen a prestarse toda la cooperación posible en el marco de su Derecho nacional, para obtener documentos y declaraciones relevantes para cualquier procedimiento o investigación en marcha en otro país miembro. Además, se obligan a realizar presiones en orden a obtener poderes y facultades que permitan mejorar los niveles de colaboración. Una referencia detallada a este acuerdo puede encontrarse en SEC, *Annual Report 1994*, p. 25, y MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings..." op. cit., p. 825.

[79] Prueba de ello es que el mayor número de peticiones de asistencia y colaboración recibidas por las autoridades europeas procede de las propias autoridades europeas. A modo de ejemplo la CNMV: en 2003, de las 30 peticiones de asistencia a reguladores extranjeros, 19 lo fueron a reguladores de países miembros de la UE, y de las 26 peticiones que recibió, 20 procedían de países de la UE (cfr. CNMV, *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades 2003*, p. 95); en 2004, de 26 peticiones cursadas a reguladores extranjeros, 18 lo fueron a reguladores comunitarios, y de las 37 recibidas 22 procedían de reguladores de la UE (cfr. CNMV, *Informe anual 2004*..., p. 151). En Francia, la COB recibió 41 peticiones de asistencia de autoridades de países miembros de la UE sobre un total de 68 peticiones, en 2003, y envió a esas autoridades 103 solicitudes sobre un total de 197. Su sucesora la AMF, en 2004, recibió 41 peticiones de sus homólogos comunitarios sobre un total 76 y cursó a estas autoridades 93 solicitudes de asistencia sobre un total de 159. Véase AMF, *Rapport Annuel 2004*, p. 182. Por su parte, la CONSOB en 2003 realizó 51 solicitudes de asistencia, de las cuales 39 iban dirigidas a autoridades de países miembros de la UE. Así mismo, de las 94 peticiones de asistencia que recibió, 81 procedían de la UE (cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, p. 215).

Uno de los ejes de la profunda reforma que ha experimentado la normativa comunitaria sobre mercado de valores en el marco del desarrollo del PASF ha sido la intensificación de la cooperación entre autoridades a todos los niveles. Las Directivas comunitarias surgidas al calor del proceso Lamfalussy han prestado una especial atención a la asistencia mutua entre las autoridades en materia de control y supervisión de los mercados tanto primarios como secundarios. En todas ellas se insiste en que las autoridades competentes estén dotadas de poderes suficientes para llevar a cabo su misión y colaborar intensamente (80). La cooperación descansa esencialmente, según los textos comunitarios, en el intercambio de información sobre una base muy amplia (81); aunque también se prevén otras fórmulas de asistencia más avanzadas, como las investigaciones conjuntas. En relación con la persecución transfronteriza de los abusos de mercado, es la DAM la norma que establece la obligación de cooperar, aunque también la DMIF contiene normas de interés en materia de cooperación a los efectos del control y erradicación de los abusos de mercado.

B) La cooperación en la Directiva de Abuso de Mercado

La cooperación para la persecución de los abusos de información privilegiada en el ámbito de la Unión Europea cuenta con una dilatada experiencia. Ya la Directiva de iniciados de 1989 reguló con cierto detalle la cooperación entre los Estados miembros de la entonces CEE con el fin de hacer frente a la creciente internacionalización de esas conductas (82).

---

(80) Todas las Directivas de nivel 1 surgidas en el desarrollo del PASF obligan a los Estados miembros a dotar, a sus autoridades de control y supervisión, de un amplio elenco de facultades para que puedan cumplir su misión. Si comparamos el artículo 12 de la DAM con el artículo 21 de la Directiva 2003/71/CE sobre folleto, el artículo 50 de DMIF o el artículo 24.4 de la Directiva 2004/109/CE sobre transparencia, observamos cómo se prevé que las autoridades supervisoras gocen de amplísimos poderes y facultades para el desarrollo de su misión.

(81) Las normas comunitarias nacidas del desarrollo del PASF establecen un modelo de cooperación reforzada entre autoridades, fundamentado en el intercambio de información que se concibe en términos muy amplios, facultando a las autoridades para solicitar y obtener todo tipo de informaciones y documentos y obligándolas a asistirse mutuamente.Véase el artículo 22 de la Directiva 2003/71/CE sobre folleto, el capítulo II del título IV de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, el artículo 4.4 de la Directiva 2004/25/CE sobre OPAS, o el artículo 25 de la Directiva 2004/109/CE, sobre transparencia, que admite incluso el intercambio de información confidencial.

(82) El artículo 10 de la Directiva de iniciados establecía una obligación de cooperación entre las autoridades de supervisión de los mercados de valores, basada en el intercambio de información que sólo podía denegarse en dos supuestos, a saber: perjuicio a la soberanía nacional, la seguridad o el orden público, o casos en que de concederse la asistencia se podría dar lugar a una doble sanción de la conducta. La cooperación era obligatoria aun cuando la conducta

Posteriormente la DAM, partiendo de los logros de su predecesora, ha incrementado notablemente los niveles de cooperación en materia de supervisión, investigación y sanción de los abusos de mercado. A estas cuestiones la DAM dedica un larguísimo artículo 16, que si bien parte de la regulación contenida en la Directiva del 89, amplía notablemente las posibilidades de cooperación y asistencia (83).

Según la DAM, la cooperación y asistencia debe ser máxima empleando las autoridades nacionales todos los poderes y facultades que ostenten, sean conferidos por la Directiva o por su Derecho nacional (84). La cooperación se va a producir en torno a dos ejes: el intercambio de información y la colaboración en actividades de investigación.

Con relación al intercambio de información, el apartado 2 del artículo 16 de la DAM establece la obligación de satisfacer de forma inmediata cualquier

---

con respecto a la que se solicitaba información no fuese considerada como abuso de información privilegiada bajo la legislación del Estado requerido, por ser ésta menos exigente que la del Estado requirente. Además se preveían medidas para la salvaguarda de la información, debiendo evitarse su circulación indebida. La información sólo podría ser utilizada en el ejercicio de las funciones atribuidas a las autoridades encargadas de la ejecución de las disposiciones adoptadas en ejecución de la Directiva, así como en el marco de procedimientos administrativos o judiciales relacionados específicamente con dicho ejercicio (artículo 10.3). Para utilizar la información con otros fines o transmitirla a otros países era necesaria la autorización de la autoridad comunicante (artículo 10.3 *in fine).* Sobre la cooperación en el marco de la Directiva sobre iniciados véase MOUSOULAS, S., "La règlementation des opérations d'initiés d'après la Convention du Conseil de l'Europe du 20 avril 1989 et la Directive du Conseil des Communautés européennes n.º 89/592/CEE", *Les Petites Affiches,* n.º 104, 29 de agosto de 1990, pp. 9-10; HOPT, K.J., "The european insider….", op. cit., pp. 77-78; VALENZUELA GARACH, F. y PEINADO GRACIA, J.I., "La utilización abusiva de informaciones confidenciales en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española", *Noticias CEE,* n.º 81 (1991), pp. 40-41; GAILLARD, E. y PINGEL, I., "Les opérations d'initiés dans la Communauté europeénne", *Revue trimestrelle de droit europeén* (1990-2), pp. 349-350; SOLIMENA, L., "La direttiva sull'insider trading", *Giur. comm.* (1989), I, p. 1065; CALVET, H., "La Directive du Conseil des Communautés Européennes relative aux opérations d'initiés", *Semaine Juridique,* Ed. E n.º 49 (1990), p. 764; GÓMEZ INIESTA, D. J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid (1997), pp. 79-80.

(83) De hecho el texto del artículo 10 de la Directiva sobre iniciados es la base de la que parte el artículo 16 de la Directiva sobre abuso de mercado. Así por ejemplo la redacción de las excepciones a la obligación de comunicación de información es idéntica en los apartados 2 y 3 del artículo 10 Directiva sobre iniciados y en los párrafos 2.º y 4.º del apartado 2 del artículo 16 de la DAM.

(84) Esto implica un aumento del nivel de cooperación en comparación con la Directiva de iniciados, dado que ésta sólo preveía que las autoridades nacionales empleasen en la prestación de asistencia las facultades mencionadas en el artículo 8.2 de la propia Directiva (facultades de control e investigación). La Directiva sobre abuso de mercado obliga a que las autoridades nacionales estén dotadas de unas facultades de supervisión e inspección muy amplias recogidas en el artículo 12. Pero es que, además, si una autoridad nacional tuviera otros poderes o facultades también deberá utilizarlos en la prestación de asistencia.

solicitud de información, adoptando para ello todas las medidas necesarias para recopilarla. Ni la DAM ni las normas de nivel 2 han determinado qué se entiende por "satisfacer de forma inmediata". En mi opinión deberían establecerse dos plazos diferentes en función de que la información solicitada esté directamente disponible para la autoridad requerida o bien deba obtenerla de otros sujetos. Si la información es directamente accesible para la autoridad requerida, por ejemplo si se trata de una información que figura en los registros que debe mantener, el plazo para la remisión de la información debe ser muy breve y en ningún caso superior a dos días hábiles. En cambio, si la autoridad a la que se solicita la información no dispone de ella debe exigírsele que emplee el mismo procedimiento y los mismos plazos para la obtención de la información que los que emplea en sus propios procedimientos de inspección, investigación y obtención de pruebas.

Sólo en tres supuestos excepcionales, ya contemplados en la anterior Directiva, puede la autoridad competente negarse a dar curso a una petición. Puede denegarse la comunicación de información cuando pueda afectar a la soberanía, la seguridad o el orden público del Estado requerido y también para evitar la imposición de dobles sanciones por los mismos hechos a nivel internacional. En relación con esto último puede denegarse la información si ya ha recaído sentencia firme, o al menos se ha incoado un procedimiento judicial, sobre los mismos hechos y respecto de las mismas personas en el país requerido. Se da cumplimiento así al principio *non bis in idem* en el plano internacional. No obstante, para garantizar que realmente se trata de los mismos hechos y las mismas personas el Estado requerido deberá facilitar información detallada sobre el procedimiento en curso o sobre la resolución judicial firme. En consecuencia, la denegación debe estar debidamente motivada y se aportarán las pruebas necesarias.

Pese a lo prolijo del artículo 16 no se hace referencia al procedimiento de petición de información, ni tampoco al procedimiento para la satisfacción de ésta. Estas cuestiones deberán ser desarrolladas con posterioridad por la Comisión mediante medidas de ejecución de nivel 2 (artículo 16.5 de la DAM), que todavía no han sido adoptadas. En tanto no sean aprobadas, las peticiones de asistencia y el cumplimiento de esas peticiones deben realizarse con arreglo a lo previsto en el *Acuerdo Multilateral sobre Intercambio de información y supervisión de actividades de valores,* de 26 de enero de 1999, auspiciado por el FESCO, asumido como propio por el CESR y firmado por todas las autoridades nacionales de supervisión de los mercados de valores de los países miembros de la UE [85].

Recibida la información, la autoridad competente sólo puede utilizarla en el ejercicio de las funciones que queden dentro del alcance de la DAM, salvo

[85] Sobre este acuerdo y su contenido véase *infra* apartado IV.3.B.C.

que medie el consentimiento de la autoridad que comunica la información para utilizarla con otros fines o transmitirla a las autoridades de otros Estados. En todo caso, la información recibida quedará amparada por el secreto profesional a que estén obligadas las personas que trabajen o hayan trabajado para la autoridad que reciba la información.

Como novedad la DAM, en el apartado 3 de su artículo 16, recoge la obligación de notificar de forma detallada cualesquiera actos contrarios a lo dispuesto en la DAM, que se estén realizando o se hayan realizado en el territorio de otro Estado o que afecten a los instrumentos financieros negociados en un mercado regulado de otro Estado, y de los que haya podido tener conocimiento una autoridad competente. Todo ello sin perjuicio de las actuaciones que lleve a cabo la propia autoridad que conoce los hechos (86). A partir de ese momento se prevé un contacto entre las dos autoridades que sin duda favorecerá un mejor esclarecimiento de los hechos.

Con relación al intercambio de información destacar también las previsiones de remisión continua de información sobre transacciones que prevé la DMIF y que completan las previsiones sobre solicitud puntual de la DAM. A este respecto el artículo 25.3 DMIF prevé que todos los datos sobre las transacciones en un determinado instrumento financiero se concentren en la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez. Así las autoridades de otros países, cuando hayan recibido los datos sobre las transacciones ejecutadas en instrumentos financieros admitidos a cotización en sus mercados por parte de los prestadores de servicios de inversión que operan en su país, las deben comunicar a la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez para el instrumento financiero de que se trate. De esta forma dicha autoridad tendrá una visión de conjunto de las transacciones sobre dicho instrumento que le permitirá la detección de anomalías o transacciones sospechosas de ocultar manipulaciones de mercado o abusos de información privilegiada.

Otra mejora que introduce la DAM con relación a la Directiva de iniciados es que se regula la cooperación en actividades de investigación. Así una autoridad puede solicitar a otra que realice una investigación en su territorio, e incluso pedir que miembros de su propio personal se desplacen para acompañar al personal de la autoridad competente que va a desarrollar la investigación. Se

(86) La novedad es en realidad relativa, puesto que el *Acuerdo Multilateral sobre Intercambio de información y supervisión de actividades de valores*, de 26 de enero de 1999, auspiciado por el FESCO, en su artículo 3.4 ya preveía la posibilidad de transmitir información no solicitada. La diferencia estriba en que la DAM obliga a transmitir dicha información, mientras que el Acuerdo Multilateral se limitaba a recomendar que se hiciese así.

abre así la vía a investigaciones conjuntas (87). Estas investigaciones conjuntas quedarán bajo el control global de la autoridad en cuyo territorio se lleve a cabo y se someterán a las normas de inspección y supervisión aprobadas por ese Estado. Indudablemente las investigaciones conjuntas suponen un avance sustancial en la lucha contra los ilícitos de mercado transnacionales, ya que posibilitan un intercambio más rápido y fluido de informaciones y un mejor seguimiento de las investigaciones, que redundará en una mayor eficacia (88). Además la participación del personal de la autoridad requirente familiarizado con la investigación hará más sencilla la búsqueda de pruebas. En este sentido, al implementar la Directiva las normativas nacionales deberían permitir no sólo la presencia del personal de la autoridad requirente, sino incluso su participación activa en tomas de declaración, búsqueda de documentos o informaciones, etc.

Las peticiones de investigación o de colaboración del propio personal en esas investigaciones sólo pueden ser denegadas por las mismas causas que las solicitudes de información (artículo 16.4.4.º de la DAM).

Cuando las autoridades implicadas en la investigación conjunta sean más de dos, el procedimiento puede resultar más complicado. En estos casos, sería apropiado que la investigación estuviese coordinada por el CESR-Pol para que aunase los esfuerzos de las distintas autoridades y agrupase en un solo equipo a los investigadores de las diferentes jurisdicciones (89).

Otra aportación de interés de la DAM es que se prevé la posibilidad de denunciar los retrasos e incumplimientos de las peticiones de cooperación o de autorización para que sus agentes acompañen a los de la autoridad competente. La autoridad que ha visto rechazada su petición o que, transcurrido un plazo

---

(87) Estas investigaciones conjuntas ya venían desarrollándose al amparo de la posibilidad abierta al respecto por el *Acuerdo Multilateral sobre Intercambio de información y supervisión de actividades de valores,* de 26 de enero de 1999, auspiciado por el FESCO. El artículo 5.2 del Acuerdo se refería a la posibilidad de investigaciones conjuntas, en la medida en que las leyes nacionales lo permitiesen, y así lo deseasen las autoridades competentes. Esta previsión obedece a las recomendaciones de la IOSCO sobre la conclusión de acuerdos multilaterales. Así, en su *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding,* septiembre de 1991, la IOSCO, en el principio noveno, señalaba que era deseable que los MOU's incluyeran una cláusula que permitiese la participación de la autoridad requirente en la ejecución de la petición de asistencia. En la propia explicación del principio, la IOSCO señalaba que la participación de personal de la autoridad requirente, familiarizado con la investigación, podría ser muy útil en relación con la revisión de documentación o la toma de declaraciones a testigos.

(88) El CESR las considera un elemento básico para lograr una aplicación coordinada de la normativa comunitaria desarrollada la amparo del PASF. Véase CESR, *Preliminary progress report. Which supervisory tools for the EU Securities Markets? An analytical paper,* Ref.: 04-333f, octubre de 2004, p. 14.

(89) Así lo ha propuesto el propio CESR, véase su documento *Preliminary progress report. Which supervisory tools…,* doc. cit., p. 14.

razonable, constata que no se ha dado curso a su solicitud, podrá denunciar el incumplimiento ante el CESR (artículo 16, 2.4.º y 4.5.º de la DAM). No obstante, sería conveniente que las medidas de nivel 2 que desarrolle la DAM establezcan con claridad qué se entiende por un plazo razonable. En nuestra opinión la autoridad requerida debería dar curso a la petición de iniciar una investigación o a la petición de autorizar a los agentes para que acompañen a los de otro Estado miembro en un plazo máximo de siete días, que podría acortarse a tres en caso de peticiones urgentes.

En estos casos sería también muy positivo que se otorgase al CESR un papel de mediación para que pudiese intentar resolver la crisis de falta de cooperación (90).

C) La cooperación de la Unión Europea con Estados no miembros

La propia Unión Europea, como ente supranacional, desarrolla una labor de cooperación con Estados no miembros de la Unión. La Directiva sobre iniciados preveía la posibilidad de que la Comunidad celebrase, de conformidad con el Tratado, acuerdos con uno o varios Estados terceros en los ámbitos regulados por la Directiva (artículo 11). En uso de sus poderes, el 23 de septiembre de 1991 la Comisión de las Comunidades Europeas realizó una declaración conjunta con la SEC relativa al establecimiento de un marco de colaboración. En ella, ambas autoridades manifiestan su intención de trabajar juntas para facilitarse el intercambio de información y proporcionarse asistencia mutua, así como de consultarse regularmente sobre materias de interés común concernientes al funcionamiento y vigilancia de los mercados de valores estadounidense y europeos (91).

Esta previsión no se ha mantenido en la DAM. No obstante, sigue siendo posible la celebración de acuerdos en materia de cooperación entre la CE y terceros países en virtud de lo dispuesto en el artículo 310 del TCE. La conclu-

(90) El propio CESR está muy interesado en asumir este papel; véase CESR, *Preliminary progress report. Which supervisory tools….*, doc. cit., p. 14.

(91) Véase "Joint Statement on the establishment of Improved Cooperation between the SEC and the Commission of the European Communities", *International Series Release*, n.º 320, 30 de septiembre de 1991. Sobre esta declaración conjunta véase MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings for the production of information and other mutual assistance", *The International Lawyer*, vol. 29, n.º 4, invierno (1995), p. 814, y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y ZAMORA CABOT, F.J., "Globalización de los mercados de valores...", cit., p. 142.

sión de un acuerdo de este tipo entre la Comunidad y terceros países u organizaciones vincula tanto a la Comunidad como a los Estados miembros [92].

### 3. La cooperación entre España y países no miembros de la Unión Europea

El hecho de que la UE pueda concluir acuerdos con países no miembros en materia de operaciones de iniciados no impide que los Estados miembros también lo hagan. De hecho, en la actualidad, esos acuerdos bilaterales o multilaterales son muy importantes en la lucha contra los abusos de mercado en el plano internacional.

Como sabemos la cooperación internacional puede desarrollarse en el ámbito civil, penal o administrativo, y todas estas vías en principio son aptas para la lucha contra los abusos de mercado con dimensión internacional [93]. Ahora bien, su grado de eficacia no es el mismo.

Es difícil que puedan obtenerse resultados importantes mediante una colaboración civil, debido a que muchas regulaciones, como la nuestra, consideran que los abusos de información privilegiada dañan esencialmente intereses públicos y no privados. Esto conlleva que normalmente tales abusos se tipifiquen como un ilícito penal o administrativo, sin consecuencias en la esfera civil. No sucede lo mismo con la manipulación de cotizaciones, puesto que los inversores defraudados podrían exigir indemnizaciones con base en el artículo 1902 Cciv.

De mayor utilidad resulta la cooperación penal, dada la tendencia a recurrir a la sanción penal para erradicar estos abusos. Sin embargo es una vía lenta, debido en parte a las especiales garantías de los derechos del acusado que existen en el ámbito penal, lo que se manifiesta en la posibilidad de recurrir ante la admisión de una petición de asistencia.

Por eso es la cooperación administrativa, entre los entes y las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores, la que está produciendo los mejores frutos. La cooperación interadministrativa permite la discusión

---

[92] Conforme al artículo 310 del TCE: "La Comunidad podrá celebrar con un tercer Estado, una unión de Estados o una organización internacional, acuerdos que establezcan una asociación que entrañe derechos y obligaciones recíprocas, acciones comunes y procedimientos particulares...". También los artículos 133 y 300 del TCE hacen referencia a la facultad de la Comunidad de concluir acuerdos con otros países. En torno a los acuerdos de la CE con terceros países, véase MAXIMILIANO, B., SALINAS, S. y TIRADO, C., *Instituciones y Derecho de la Unión Europea*, Realizaciones, Informes y Ediciones Europa, Zaragoza, 2003, pp. 244-246, y MOLINA DEL POZO, C.F., *Manual de Derecho de la Comunidad Europea*, 4.ª ed., DIJUSA, Madrid, 2002, pp. 505 y 636 a 646, así como la bibliografía citada por estos autores.

[93] Véase HIRSCH, A., "International Enforcement and…" op. cit., pp. 378-379.

informal entre las autoridades, asegurando una mejor comprensión del problema al tratarse de entes especializados, al tiempo que se garantiza la confidencialidad para estimular la mutua confianza. La asistencia administrativa resulta más eficaz que la judicial penal por diversas razones: en primer lugar, el proceso de globalización supone una sobrecarga de trabajo para los jueces, que tienen otras prioridades. Además, la innovación tecnológica y la aparición de nuevos instrumentos financieros comporta una creciente complejidad de las investigaciones sobre temas relacionados con el mercado de valores, para la que los jueces están menos preparados que los organismos administrativos especializados. Y, por último, la rigidez de los criterios determinantes de la competencia de los tribunales penales genera múltiples conflictos que no se producen en sede administrativa (94). El inconveniente más serio que presenta esta vía es que las autoridades nacionales, cuando tienen el carácter de entidades administrativas, no siempre están autorizadas por el Derecho interno a prestar su colaboración, o sólo lo están de manera muy limitada.

En la práctica, la cooperación se instrumentó en un principio a través de tratados de carácter general ya existentes que se referían a la asistencia general en materia civil o penal; pero su fracaso puso de manifiesto la necesidad de contar con vías específicas de colaboración. Dentro de ese marco podemos situar el Convenio del Consejo de Europa relativo a las operaciones financieras de los iniciados de 1989. Sin embargo, la vía de colaboración más importante, como ya hemos indicado, la constituyen los *Memoranda of Understanding* (MOU), tratados bilaterales o multilaterales de naturaleza administrativa, muy utilizados para la colaboración en temas relacionados con los mercados de valores.

Vamos a analizar en detalle estas vías y los resultados obtenidos con ellas.

A) La cooperación a través de vías genéricas: la asistencia judicial internacional en materia civil y mercantil y los tratados de asistencia mutua en materia penal

Dentro de las vías de cooperación genérica es imprescindible una referencia a los Tratados que instrumentan la cooperación en materia civil y mercantil y a los tratados de asistencia mutua en materia penal. Son normas con un alcance muy amplio, que no se adaptan bien a la resolución de los problemas generados por la creciente internacionalización de los mercados de valores. No obstante en alguna ocasión se han utilizado en procesos relativos a casos de abuso de mercado, especialmente mientras no existieron vías específicas de cooperación en materia de mercado de valores.

(94) Véase HERTIG, G., "La repression des délits...", cit., pp. 116-117.

Así el Convenio de La Haya relativo a la obtención de pruebas en materia civil y mercantil de 1970 (95) ha sido utilizado en la obtención de pruebas en el extranjero por algunos países como Estados Unidos, donde es posible la imposición de sanciones de tipo civil ante la comisión de abusos de mercado (96). En general, su relevancia práctica es escasa debido a que muy pocos países prevén sanciones civiles para los abusos de información privilegiada. Además su ámbito de aplicación es bastante limitado, ya que sólo puede invocarse en el marco de investigaciones realizadas por organismos judiciales, pero no por organismos administrativos (artículos 1 y 2). Además el artículo 23 permite que los Estados hagan reserva al Tratado en el sentido de rechazar las rogatorias destinadas a obtener documentos probatorios previos al juicio (97). También se achaca a este Convenio que el procedimiento para la obtención de pruebas (las comisiones rogatorias) resulta demasiado costoso y es muy lento (98).

En el marco de la UE, la adopción del Reglamento 1348/2000/CE, del Consejo, de 29 de mayo de 2000, relativo a la notificación y al traslado en los Estados miembros de documentos judiciales y extrajudiciales en materia civil y mercantil, y el Reglamento 1206/2001/CE, del Consejo, de 28 de mayo de 2001, relativo a la cooperación entre los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros en el ámbito de la obtención de pruebas en materia civil o mercantil,

---

(95) Este Convenio fue ratificado por España, mediante Instrumento de 4 de mayo de 1987 (BOE de 25 de agosto de 1987). En dicho Instrumento puede consultarse la versión auténtica en castellano del Convenio. Véase los comentarios al Convenio de CALVO CARAVACA, A., *Derecho Internacional Privado*, vol. I, 3.ª ed., Comares, Granada, 2002, pp. 433-435.

(96) En MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", op. cit., pp. 829 a 834, se relatan varios procesos por *insider trading* en los que se utilizó el Convenio de La Haya para la obtención de información y declaraciones con resultados muy desiguales. Algunos son procesos muy conocidos como el caso Santa Fe, o el caso de la Banca della Svizzera Italiana. En fechas más recientes, en el caso SEC v. One Unknown Purchaser of the Call Options of Apl Limited and Ong Congqin Bobby, 97 Civ. 2664 (S.D.N.Y., 15 de abril de 1997), la SEC solicitó al Alto Tribunal de la República de Singapur la designación de un investigador para obtener pruebas de testigos en Singapur que se iban a utilizar en el procedimiento que se seguía ante el Tribunal del Southern District of New York. Los ciudadanos de Singapur que iban a ser investigados se opusieron a esta medida alegando que las acciones seguidas con base en la Rule 10b-5 son en realidad de naturaleza penal. Sin embargo, el Tribunal de Singapur falló a favor de la SEC considerando que la acción interpuesta por la SEC era de naturaleza civil y que el proceso seguido en EE.UU. era civil. El Alto Tribunal de Singapur prestó a la SEC la cooperación solicitada conforme al Tratado.

(97) España se ha acogido a esta reserva, mediante la Declaración recogida bajo la letra d) en el Instrumento de ratificación del Convenio de 4 de mayo de 1987 (BOE de 25 de agosto).

(98) Estas y otras críticas pueden verse en MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings..." cit., pp. 826 a 829.

han dejado sin contenido el Convenio de La Haya en lo que respecta a la obtención de pruebas en el seno de la UE [99].

Más frecuente resulta en cambio el recurso a los tratados de asistencia mutua en materia penal para la obtención de pruebas en el extranjero o para la solicitud de cooperación en relación con los ilícitos que nos ocupan, debido a que son muchos los países que sancionan penalmente los abusos de información privilegiada y la manipulación de mercado. Los Tribunales penales españoles podrán recurrir a esta vía de cooperación cuando las conductas de abuso de mercado constituyan alguno de los delitos tipificados en los artículos 284, 285, 286 o 442 del CP.

En el ámbito comunitario destaca el Convenio de la Unión Europea relativo a la asistencia judicial en materia penal celebrado por Acto del Consejo de 29 de mayo de 2000, adoptado sobre la base del artículo 34 del TUE. A través de él se adapta a las relaciones internas de los países miembros de la UE, y se completa lo dispuesto en el Convenio europeo de Asistencia judicial en materia penal de 1959, ampliando notablemente su ámbito de aplicación [100]. A esto hay que sumar los Tratados bilaterales de asistencia judicial en materia penal, que España ha concluido con numerosos países del mundo.

Los Tratados de asistencia en materia penal permiten localizar testigos en el extranjero, obtener declaraciones, documentos, etc. Su mayor ventaja es que son de obligado cumplimiento para los Estados que los han ratificado. No obstante, las posibilidades de cooperación que abren los tratados de asistencia judicial en materia penal son escasas en lo que se refiere a la persecución de los abusos de mercado. Y ello por varias razones.

En primer lugar, es una vía que resulta muy lenta, pues en ocasiones se permite el recurso por parte del afectado a la petición de cooperación [101].

Además, estos tratados exigen frecuentemente una doble incriminación penal de la conducta, lo que no siempre sucede, y aun cuando la conducta se

---

[99] Sobre estas cuestiones véase DIAGO DIAGO, M.ª del Pilar, *La obtención de pruebas en la Unión Europea*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2003.

[100] En España el Convenio ya es aplicable en virtud de la Declaración de aplicación provisional del Convenio de asistencia judicial en materia penal entre los Estados miembros de la Unión Europea, hecho en Bruselas el 29 de mayo de 2000 (BOE de 15-10-2003). Para un comentario véase CALDERÓN, A. y CHOCLÁN, J.A., *Derecho procesal penal*, Dykinson, Madrid, 2002, pp. 700-701.

[101] A modo de ejemplo, en el caso Santa Fe EE.UU. se sirvió del tratado bilateral de cooperación en materia penal que tenía con Suiza, pero le costó dos años y varias apelaciones conseguir la información que deseaba. Sobre este tratado y los problemas que se produjeron en el caso Santa Fe véase MANN, M.D. y LUSTGARTEN, L.A., "Internationalization of Insider Trading...", cit., pp. 351 a 354.

considere en líneas generales como un ilícito penal en los Estados implicados, la concreta regulación diverge sustancialmente.

A esto ha de añadirse que, en los supuestos en que la conducta investigada sólo constituya infracción administrativa, no podrá recurrirse en la investigación a los Tratados de asistencia mutua en materia penal. El carácter de autoridad administrativa de la CNMV dificulta el recurso a estos Tratados para la obtención de pruebas. No obstante, en los Tratados más modernos y donde la cooperación es más estrecha se permite el recurso a la asistencia que proporciona el Tratado incluso a las autoridades administrativas, sea porque la autoridad está encargada de la investigación preliminar de unos hechos que pueden dar lugar al inicio de un proceso penal, sea porque se permite la cooperación también para la persecución y sanción de ilícitos administrativos. Este es el caso del Convenio de asistencia judicial en materia penal entre los miembros de la Unión Europea, que permite la cooperación para la persecución de ilícitos administrativos siempre que la decisión administrativa sea susceptible de recurso ante la autoridad judicial (102).

B) La cooperación específica en el ámbito de los mercados de valores

La lentitud y las dificultades que plantean las vías tradicionales de cooperación judicial, ya sea ésta civil, ya sea penal, han tenido como consecuencia la búsqueda de nuevos instrumentos más adaptados a las necesidades de los mercados de valores, que permitan una colaboración más ágil y eficaz. La solución ha sido la promoción de la cooperación de tipo administrativo entre las entidades encargadas de la regulación de los mercados de valores.

En primer lugar, ha de destacarse el Convenio del Consejo de Europa relativo a las operaciones financieras de los iniciados, como norma internacional que regula la colaboración en esta materia concreta. Junto a él han resultado de gran importancia los MOU's y los acuerdos multilaterales, así como otras figuras de menor entidad como los canjes de notas y las declaraciones conjuntas.

---

(102) Véase el artículo 3 del Convenio. Ya el propio Convenio Europeo de Asistencia judicial en materia penal de 1959 permitía la asistencia a autoridades administrativas, cuando investigasen hechos que pudieran dar lugar al inicio de un proceso penal. De hecho los Tribunales suizos, ya a comienzos de los años noventa, reconocieron que la COB, una autoridad administrativa, podía solicitar asistencia en el esclarecimiento de casos de abuso de información privilegiada a las autoridades policiales suizas, al amparo del Convenio Europeo de asistencia judicial en materia penal de 1959. Véase las sentencias de la *1ère Cour de droit public du Tribunal fédéral* de 3 de diciembre de 1992 y de 10 de mayo de 1995. Un resumen de estas sentencias puede encontrarse en COB, *Bulletin COB*, n.º 295, octubre de 1995, pp. 41 a 43.

*a) El Convenio del Consejo de Europa relativo a las operaciones financieras de los iniciados*

El Consejo de Europa, consciente del peligro que entrañan las operaciones de iniciados para el buen funcionamiento de los mercados de valores y, en consecuencia, para las economías de los Estados miembros, abrió a la firma el 20 de abril de 1989 el Convenio sobre las operaciones financieras de los iniciados (103). Con él se pretendía dotar a los Estados miembros de instrumentos para la lucha contra tales prácticas en el plano internacional, al tiempo que se coordinaban los esfuerzos ya iniciados en el ámbito interno.

El objetivo básico del Convenio era la lucha contra las operaciones de iniciados transfronterizas. Sin embargo, si los Estados parte lo deseaban podían extender esa cooperación a otras operaciones que también atentan contra la integridad de los mercados de valores (artículo 3), como puede ser la manipulación de cotizaciones o el incumplimiento de las obligaciones de información (104).

El Convenio centra todos sus esfuerzos en mejorar la cooperación entre autoridades u órganos de control y vigilancia de los mercados de valores, a través del intercambio de información. Así regula con detalle el procedimiento de petición de información y asistencia (artículo 5), que sólo podrá denegarse por las causas tasadas que recoge el artículo 8 (la falta de conformidad de la petición con el Convenio, la preservación de su soberanía, razones de seguridad, etc.). Una vez que la petición es recibida por la autoridad requerida, ésta la tramitará según las normas y los procedimientos fijados en sus leyes, si bien el Convenio recuerda la necesidad de que la autoridad requerida utilice todas las normas que le permiten recabar testimonios en el ámbito interno, a los efectos de asistir a las autoridades que así se lo soliciten (artículo 6.2). Finalmente el

---

(103) "Convention sur les opérations financières des 'initiés'", *Série des Traités européens*, n.º 130, Estrasburgo, 20 de abril de 1989. Desde el 20 de abril de 1989 el Convenio está abierto a la firma. Entró en vigor el 1 de octubre de 1991, una vez transcurridos tres meses desde que tres Estados miembros hubieron ratificado la norma (artículo 14.2 del Convenio). La elaboración del Convenio tiene su origen en un coloquio celebrado en Milán en 1983 sobre las operaciones de iniciados, cuyas conclusiones se elevaron al Comité de Ministros del Consejo de Europa. Este organismo creó un Comité de expertos que empezaría a trabajar en 1985, teniendo listo un proyecto de convenio para 1987, que sería aprobado el 6 de mayo de 1988. Tras ser adoptado por el Comité de Ministros en enero de 1989, fue abierto a la firma en abril de ese año. Sobre el proceso de elaboración, véase con más detalle CONSEIL DE L'EUROPE, *Rapport explicatif relatif à la Convention sur les opérations financières des "initiés" et à son Protocole*, Estrasburgo, 1989, p. 5.

(104) Hasta el momento sólo Holanda —Declaración de 4 de julio de 1994— y Suecia —Declaración de 3 de junio de 1991—, se han comprometido a esta extensión de la cooperación. Véase ambas declaraciones en el servidor del Consejo de Europa (http://conventions.coe.int).

Convenio contiene una serie de disposiciones destinadas a la salvaguarda de la información transmitida, de manera que la autoridad requerida debe guardar secreto sobre las peticiones recibidas y tramitadas (artículo 6.4), y la autoridad requirente sólo puede utilizar la información recibida para aquello que la solicitó (artículo 7).

Dada la importancia de la cooperación en esta materia la firma del Convenio se abrió no sólo a los Estados miembros del Consejo de Europa, sino también a Estados no miembros y a las organizaciones internacionales de carácter intergubernamental. Hasta el momento ha sido ratificado por Chipre, República Checa, Reino Unido, Finlandia, Luxemburgo, Noruega, Suecia y Holanda. Eslovenia lo ha firmado, pero aún no se ha producido la ratificación (105). España fue parte en el Convenio y en el Protocolo que lo modifica, pero no ha ratificado ninguno de los dos textos. En las relaciones entre países miembros de la UE, el Convenio tiene un carácter subsidiario y sólo se aplica cuando no exista norma comunitaria que regule la cuestión concreta, algo que difícilmente sucederá, dado que el nivel de cooperación exigido por el Convenio es muy inferior al de la DAM (106). Este carácter subsidiario lo ha dejado prácticamente inservible tras la última ampliación de la UE.

*b) Los* Memoranda of Understanding *(MOU)*

Los MOU son un instrumento de cooperación internacional de reciente creación. Tienen su origen en los problemas encontrados por la SEC, a comienzos de los años ochenta, para obtener la ayuda de las autoridades suizas, en las investigaciones sobre dos conocidos casos de abuso de información privilegiada —SEC v. Banca della Svizzera Italiana y SEC v. Santa Fe— (107), que darían lugar a la firma del primer acuerdo de este tipo: el *Memorandum of Understan-*

(105) Es posible conocer las ratificaciones que se han producido a través del servidor de Internet del Consejo de Europa en Internet, página web http://conventions.coe.int.

(106) Los Estados miembros de la UE y el Consejo concluyeron un Protocolo ("Protocole à la Convention sur les opérations financières des 'initiés'" *Sèrie des Traités européens*, n.º 133, Estrasburgo, 11 de noviembre de 1989), por el que se añade al Convenio un artículo 16 bis según el cual en las relaciones entre países miembros de la UE no se aplicará el Convenio, sino las reglas de la Directiva sobre iniciados de 1989, salvo cuando no exista norma comunitaria que regule la cuestión concreta.

(107) Véase SEC v. Banca della Svizzera Italiana (SEC, *Fourty-Seventh Annual Report 1981*, p. 44, y *Fifty-Second Annual Report 1986*, pp. 11-12; SEC v. Santa Fe (SEC, *Fifty-Second Annual Report 1986*, p. 12).

*ding* de 1982 entre la Confederación helvética y los Estados Unidos (108). Pese a su carácter inicialmente provisional, el MOU americano-suizo continuó utilizándose tras la introducción en el Código Penal suizo del artículo 161, que tipificaba penalmente los abusos de información privilegiada. La flexibilidad y las importantes ventajas que aportaba el nuevo instrumento de cooperación llevaron a los EE.UU. no sólo a continuar utilizándolo en sus relaciones con Suiza, sino también a promover la conclusión de otros acuerdos similares con las autoridades de supervisión de otros países (109). Además poco a poco se

(108) La asistencia judicial para la resolución de estos dos casos, solicitada conforme al Tratado de mutua asistencia judicial en materia penal entre EE.UU. y Suiza, en vigor desde 1977, fue denegada alegándose que las operaciones de iniciados no constituían delito en Suiza, y por lo tanto no se cumplía el requisito de la doble incriminación. En el caso Santa Fe, una sentencia suiza de 26 de enero de 1983 deniega la asistencia por entender que falta el requisito de la doble incriminación, si bien posteriormente la sentencia de 16 de mayo de 1984 autoriza la colaboración al entender que los hechos serían constitutivos en Suiza del delito de revelación de secretos. Ambas sentencias aparecen recogidas en "Colloque international: L'avant-projet de la loi fédérale sur les banques", en *Etudes suisses de droit européen* vol. 28, Ginebra (1984), pp. 300 a 308 y 316 a 322, respectivamente. El asunto generó una crisis político-financiera entre ambos Estados, que se resolvería, en octubre de 1982, con el anuncio por parte del Consejo Federal suizo de la preparación de un proyecto de ley dirigido a tipificar las operaciones de iniciados como delito, al tiempo que se adoptaban medidas de carácter provisional que permitiesen una solución al conflicto. Se elabora en este marco el Convenio XVI de la Asociación suiza de banqueros relativo a las peticiones de información de la SEC sobre los abusos de información privilegiada de 1982, que entró en vigor el 1 de enero de 1983, y el *Memorandum of Understanding* entre la Confederación helvética y los Estados Unidos de 1982, para dar cobertura al Convenio y permitir la remisión de información sobre casos de abuso de información privilegiada, en tanto se procedía a criminalizar tales abusos en la legislación suiza. Ambos textos aparecen recogidos en "Colloque international...", op. cit., pp. 323 a 332. Para un análisis de los mismos véase FORTMOSER, P., "Insiderstrafrecht...", op. cit., pp. 125 y 126; BERNASCONI, P., "Insider trading: il nuovo artículo 161 del codice penale svizzero", *Rivista delle Società* (1989-I), pp. 49-50. SCHMID, P., "L'entraide judiciaire", en *La répression des opérations d'initiés* (coord. Dessemontet, François), Lausana, 1990, pp. 118 a 120 y GIOVANOLI, M., "La répression des opérations...", op. cit., pp. 12 a 15. Para un comentario de este MOU desde la perspectiva estadounidense, véase MANN, M.D. y LUSTGARTEN, L. A., "Internationalization of Insider Trading...", op. cit., pp. 355-356; LANGEVOORT, D., *Insider trading regulation*, op. cit., p. 465, y STEINBERG, Marc I., *International Securities Law*…, op. cit., pp. 218-221.

(109) La SEC ha firmado MOU's con las autoridades más relevantes de los mercados de valores mundiales. Así, con las autoridades británicas el *MOU for Exchange information between the SEC and the UK department of Trade and Industry in matters relating to securities and between the US Commodity Futures Trading Commission and the UK DTI in matters relating futures* de 23 de septiembre de 1986; con las japonesas, el *Memorandum of the SEC and the Securities bureau of the Japanese Ministry of Finance on the sharing of information*; con la COB francesa el *Memorandum of Understanding* de 1989 o, con las autoridades alemanas, el MOU de 1997. Con la CNMV firmó el 8 de julio de 1992 el *Memorándum de entendimiento entre la SEC de Estados Unidos y la CNMV de España para la realización de consultas y la cooperación en la aplicación de las disposiciones legales relativas a los mercados de valores*, cuyo texto aparece publicado en *RDBB*, n.º 49 (1993), pp. 197 y ss. Además, la SEC tiene

produjo una extensión en el contenido de estos acuerdos, que en su origen nacieron para estrechar las vías de colaboración en la persecución de los abusos de información privilegiada y que hoy abarcan las principales materias relacionadas con la regulación de los mercados de valores.

Posteriormente la figura de los MOU's fue impulsada con decisión por la IOSCO. Ya en una Resolución de su Comité Técnico de 1989 sobre cooperación se instaba a los países miembros a concluir acuerdos bilaterales o multilaterales, así como a recomendar a los respectivos legisladores que adoptasen las normas internas necesarias para permitir su correcto funcionamiento (110). A esta Resolución seguirían otras destinadas a allanar el camino de la cooperación, pero en relación con los MOU conviene destacar el documento elaborado por el Comité Técnico de la IOSCO en 1991, titulado *Principles for Memoranda of Understanding*, que perseguía una armonización de estos instrumentos, fijando unos principios que deberían tener en cuenta los Estados miembros al concluir un MOU.

> Son diez principios. En primer lugar, los MOU's deben permitir prestar el máximo nivel de asistencia, incluso en casos en que la conducta no sea considerada ilícita conforme a la normativa del país requerido, salvo que expresamente la normativa nacional prohíba la asistencia en estos casos. En segundo lugar, los MOU's deben recoger la obligación de confidencialidad por parte de la autoridad que recibe la información. En tercer lugar, los MOU's deben describir con detalle el procedimiento a través del cual se solicitará o se prestará la asistencia. El cuarto principio implica que los derechos de las personas investigadas como consecuencia de una solicitud de asistencia queden plenamente garantizados conforme a lo establecido en la normativa del Estado requerido. El quinto principio plantea la necesidad de que los MOU's contengan previsiones relativas a los métodos de

---

firmados numerosos MOU's con países en vías de desarrollo y emergentes, como Argentina (1991), Brasil (1988), China (1994), Egipto (1996), Hungría (1992), Indonesia (1991), India (1998) o Rusia (1995), entre otros muchos. El listado y el texto de todos los MOU's que tiene firmados la SEC, así como su texto puede consultarse en su página web (www.sec.gov). Para un análisis de los más relevantes MOU's y *agreements* firmados por la SEC véase MANN, M.D. y LUSTGARTEN, L.A. "Internationalization of Insider Trading...", op. cit., pp. 354 y ss.; MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings..." op. cit., pp. 795 y ss., y STEINBERG, M.I., *International Securities Law...*, op. cit., pp. 214-236. Para el profesor RIDER, B.A., "The control of Insider trading — Smoke...", op. cit., p. 236, el interés de la SEC en la promoción de estos acuerdos y el celo demostrado durante los años 80 y 90 para tratar de concluir MOU's con la mayoría de las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores obedece no sólo a un interés por perseguir los abusos de información privilegiada, sino también en su interés por mantener un papel de líder en los mercados mundiales y por eliminar las barreras para el descubrimiento y persecución de la delincuencia organizada a través de las fronteras.

(110) Véase IOSCO, *Resolution on Cooperation*, febrero de 1989. Está disponible en el servidor de la IOSCO, http://www.iosco.org.

consulta entre las autoridades para resolver los problemas que surjan. Conforme al sexto principio los MOU's deben contemplar como excepciones a la obligación de prestación de asistencia aquellos supuestos en que la cooperación perjudique al interés público del Estado requerido, esto es, a su soberanía, a su seguridad nacional o a otros intereses fundamentales. El séptimo principio se ocupa de los niveles de asistencia preconizando que sean lo más amplios posibles, lo que supone que la autoridad requerida utilice todos los poderes de que disponga en la prestación de asistencia (obtención de documentos, toma de declaraciones, acceso a documentos no públicos, realización de inspecciones a entidades, etc.). El octavo principio recomienda que en el MOU se establezca en qué casos y bajo qué circunstancias la autoridad requirente compartirá la información recibida con otras autoridades nacionales. El noveno principio insta a que los MOU's contengan previsiones sobre la participación del personal de la autoridad requirente en las actividades de cumplimiento de la petición de asistencia por parte de la autoridad requerida (p. ej. asistiendo a las tomas de declaración, o a la búsqueda de documentos o informaciones). El último principio propugna que la autoridad requirente comparta los gastos que ha acarreado la prestación de asistencia a la autoridad requerida (111).

Hoy en día los MOU's se han generalizado, y la CNMV ha firmado acuerdos de este tipo con las principales autoridades reguladoras europeas y americanas (112). También sus homólogos europeos más destacados, como la AMF, la CONSOB o el BaFin, tienen firmados numerosos MOU's (113).

Podemos definir un MOU como un acuerdo bilateral de carácter administrativo, generalmente no vinculante, mediante el que se instrumenta la coopera-

---

(111) Para un comentario véase STEINBERG, M. I., *International Securities Law,* op. cit., pp. 205-210.

(112) En estos momentos nuestro país tiene firmados numerosos MOU's con autoridades extranjeras encargadas de la regulación y supervisión de los mercados de valores. Algunos de estos acuerdos tienen por objeto la cooperación en materia de supervisión y otros la asistencia técnica y el asesoramiento. La CNMV tiene firmados MOU's con las autoridades encargadas de la regulación y supervisión de los mercados de valores de Francia (27-IX-1993), Bélgica (14-IV-1994), Portugal (16-V-1994), Italia (15-VI-1994), Alemania (17-VI-1997), República Checa (20-V-2002) y Rumania (04-IV-2005) en Europa, y con las de EE.UU. (con diversos acuerdos con la SEC —8-VII-1992— y la CFCT —26-X-1992 y 1-VI-1995—), Argentina (25-VI-1992 y 22-VI-1993), Chile (25-X-1993), Colombia (25-X-1993), México (14-VI-1994), Perú (20-X-1994), Panamá (24-VII-1995), Brasil (12-III-1996), Costa Rica (20-VI-1996), Ecuador (4-XI-1997), Bolivia (4-XI-1997), El Salvador (23-XI-1998), Quebec (14-IX-1998), Hong-Kong (17-IX-1996), Taiwán (07-XI-1997) y Australia (24-V-1999). Un listado de los MOU's firmados hasta el momento por España puede verse en el servidor en Internet de la IOSCO (http://www.iosco.org) y en el de la CNMV (http://www.cnmv.es). Ya en 1994, un 30% de la asistencia internacional solicitada por la CNMV y un 85% de la asistencia prestada se canalizaba a través de los MOU; véase CNMV, *Informe anual 1994,* p. 335.

(113) Para conocer los MOU's firmados por estas autoridades puede consultarse sus páginas de Internet donde aparece el texto completo de estos acuerdos o la página web de la IOSCO (www.iosco.org).

ción entre autoridades de regulación y/o supervisión de los mercados de valores, a través de la mejora de los canales de comunicación entre tales autoridades y del refuerzo de la asistencia en las investigaciones (114).

Existen dos grandes clases de MOU's, los relativos a la cooperación en materia de supervisión y sanción, y los dirigidos a prestar asistencia técnica a países en vías de desarrollo (115). Aunque también es frecuente que en un mismo MOU se abarquen ambos aspectos (116). Tan sólo nos interesan aquí los MOU's, o la parte de ellos, que recogen la cooperación en materia de supervisión y sanción.

Los MOU's se insertan dentro de lo que hemos denominado vías de cooperación administrativa, ya que favorecen la mutua asistencia entre órganos administrativos o administraciones independientes. Y es que, habitualmente, la regulación y/o supervisión de los mercados de valores está a cargo de órganos de la Administración o de autoridades administrativas independientes, y por ello parece lógico que sean éstos los que concierten la mutua prestación de asisten-

---

(114) La CNMV, en su *Informe anual 1992*, p. 281, define el MOU como un "acuerdo de carácter administrativo, que supone el establecimiento de los cauces para el intercambio de información y asistencia en procesos de investigación en los que los intereses de las personas o entidades de los países firmantes de los acuerdos se vean afectados".

(115) Los primeros MOU's para la prestación de asesoramiento y asistencia técnica fueron firmados en 1990 por EE.UU. con Hungría (*Understanding between the US Securities and Exchange Commission and the Republic of Hungary State Securities Supervision and the Budapest Stock Exchange Regarding the Provision of Technical Assistance for the Development of the Hungarian Securities Markets*, 22 de junio de 1990) y con México *(Memorandum of Understanding Between the US Securities and Exchange Commission and the Comisión Nacional de Valores of Mexico on Consultation, Technical Assistance and Mutual Exchange of Information*, 18 de octubre de 1990). Con posterioridad la propia SEC y otras autoridades de los mercados de valores de países desarrollados han firmado MOU's de asesoramiento y asistencia técnica con las autoridades de países en vías de desarrollo o países emergentes. En virtud de estos acuerdos, las autoridades de los países desarrollados asesoran y prestan ayuda técnica (envío de personal, conferencias, puesta en marcha de sistemas informáticos, etc.) con el fin de ayudar a los países emergentes a desarrollar sus mercados, mejorar sus sistemas de compensación y liquidación, implementar mejoras en los sistemas de cotización y en los mecanismos de transmisión de datos, etc. La CNMV tiene firmados acuerdos de este tipo básicamente con países iberoamericanos como Argentina (25-VI-1992, ampliado el 27-IX-1993), Colombia (25-X-1993), México (14-VI-1994), Perú (20-X-1994), Panamá (24-VII-1995), Bolivia (4-XI-1997) o Ecuador (4-XI-1997). También la COB firmó numerosos acuerdos de cooperación, en los que en la actulidad ha sido sustituida como parte por su sucesora la AMF (véase el listado completo en AMF, *Rapport annuel 2003*, pp. 231-232, y AMF, *Rapport annuel 2004*, pp. 255-256).

(116) Sirva de ejemplo el MOU entre la CNMV y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México de 14 de junio de 1994, en el que se contempla tanto la asistencia técnica de la CNMV a la CNBV mexicana como el intercambio de información entre ambas autoridades para perseguir los ilícitos bursátiles transfronterizos.

cia [117]. Sin embargo, desde la perspectiva del Derecho Internacional, resulta controvertido el carácter y validez de los MOU's, ya que generalmente los entes encargados de la supervisión de los mercados de valores no tienen potestades para concluir acuerdos internacionales, aun cuando éstos no sean vinculantes, como es el caso de la mayoría de los MOU's.

En la práctica estos acuerdos se han estado concluyendo sin una cobertura legal expresa. En España, el primer MOU se concluyó en 1992 y para finales de 1997 la CNMV ya tenía firmados 21 acuerdos de este tipo sin que existiese ninguna cobertura legal. La LMV no contemplaba estas figuras, ni atribuía a la CNMV potestad para la suscripción de estos acuerdos interadministrativos de carácter internacional. Indudablemente esa ausencia de regulación planteaba serias dudas sobre su viabilidad en nuestro Derecho. Para terminar con esta situación el apartado seis del artículo séptimo de la LRLMV dio nueva redacción al artículo 90 de la LMV [118]. El nuevo texto atribuía a la CNMV la potestad para suscribir acuerdos de colaboración con autoridades extranjeras que tuviesen encomendadas funciones similares a las suyas. Al mismo tiempo se establecían ciertos límites a estos acuerdos cuando se firmasen con autoridades que no perteneciesen a un país miembro de la Unión europea. En estos casos se exigía reciprocidad en el suministro de informaciones, lo que resulta inherente a los MOU's, y además que las autoridades competentes estuviesen sometidas al secreto profesional en condiciones que, como mínimo, fuesen equiparables a las establecidas en las leyes españolas.

Posteriormente la regulación del artículo 90 de la LMV ha sido modificada por el artículo 3 de la LRSF, ampliando notablemente las capacidades de la CNMV para suscribir acuerdos de cooperación. Así la posibilidad de concluir acuerdos de cooperación ya no se limita a las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores en terceros países, sino que se prevé que la CNMV suscriba acuerdos de cooperación con cualesquiera autoridades rela-

---

(117) Sin embargo, también existen MOU's entre autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores y las máximas autoridades bancarias, como es el caso del MOU entre la SEC y el Banco de Inglaterra, firmado en 1998 y del que da cuenta la SEC en su *Annual Report 1997*, sección "International Affairs, Arrangements for Exchange of Information and Assistance".

(118) El mismo problema se planteaba en Francia, hasta que en virtud del artículo 89 VII de la Ley n.º 96-597, de 2 de julio de 1996, de modernización de las actividades financieras (JOR de 4 de julio), se añadió un quinto párrafo al artículo 5 bis de la *Ordonnance* de 1967, por el que se facultó a la COB para concluir este tipo de acuerdos. En la actualidad la potestad de la AMF para concluir acuerdos de cooperación con sus homólogos extranjeros se recoge en el último párrafo del artículo 621-21 del *Code Monétaire et Financier.*

cionadas con los mercados financieros en un sentido amplio (119). Conforme al párrafo segundo del artículo 90.1 de la LMV, la CNMV puede firmar acuerdos de cooperación con las autoridades u organismos de terceros países encargadas de la supervisión de las entidades de crédito, de las empresas de seguros, de otras instituciones financieras, de los mercados financieros e incluso con entidades encargadas de la gestión de los sistemas de garantía de depósitos o de indemnización de los inversores. La firma de estos acuerdos corresponde al Presidente de la CNMV [artículo 18.2.e) de la LMV] (120). No se prevé ninguna medida de publicidad para estos acuerdos (121), aunque de hecho la CNMV los publica en su página web.

El objetivo del MOU es potenciar la asistencia mutua, mediante el intercambio de información, para garantizar el cumplimiento de las leyes y normas relativas a los mercados de valores y prevenir el uso de información confidencial, la manipulación de precios y cualquier otro tipo de prácticas fraudulentas. Para ello, cada uno de los reguladores se compromete a facilitar, dentro de los límites permitidos por las respectivas leyes, cualquier información que pueda suponer una sospecha de incumplimiento de la normativa del otro país (122).

Por lo que respecta a su naturaleza jurídica, los MOU's no pueden ser considerados generalmente como verdaderos tratados. En primer lugar, porque no se celebran entre Estados, ni se rigen por el Derecho Internacional en lo

---

(119) En cambio, la normativa francesa y la portuguesa son más restrictivas, ya que sólo permiten a la AMF y a la CMVM, respectivamente, concluir acuerdos con autoridades extranjeras que tengan competencias análogas a las suyas. Véase el artículo 621-21 del *Code Monétaire et Financier*, y el artículo 376.2 del *Código dos Valores Mobiliários.*

(120) Tradicionalmente ha sido el Presidente de la CNMV el que, en su calidad de representante legal de ésta, ha firmado los MOU's. No obstante, hasta la reforma operada por la LRSF la LMV no contenía ninguna previsión al respecto. El artículo 46 de la LRSF modificó el artículo 18 de la LMV, pasando a especificar las competencias y facultades de los órganos de la CNMV, y así el nuevo artículo 18.2.e) de la LMV atribuye al Presidente la "celebración de los contratos y convenios de la CNMV". En el término convenio entendemos que tiene cabida la firma de los MOU's.

(121) En cambio en Francia es obligatoria su publicación en el *Journal Officiel de la République* (artículo 621-21 del *Code Monétaire et Financier*).

(122) Así, en el MOU CNMV-SEC de 1992 ambas autoridades se comprometían en la Cláusula tercera, sección primera, apartado primero, a proporcionarse toda la asistencia mutua que les permitiesen sus respectivas legislaciones. El texto del MOU se reproduce en la *RDBB* n.º 49 (1993), pp. 197 a 213, también consultable en la página web de la CNMV. Una declaración muy similar se contiene en el artículo 3.1 del MOU CNMV-COB de 1993, *Bulletin COB*, n.º 272, septiembre de 1993, pp. 33 a 39.

relativo a su conclusión (123). Y lo que es más importante, en la mayoría de los MOU's las partes no pretenden obligarse jurídicamente; los MOU's son acuerdos que no crean obligaciones legales para los firmantes (124). En consecuencia, no se superponen a las normas y regulaciones nacionales, ni afectan a otras vías de cooperación como la asistencia en materia penal.

Los MOU's son acuerdos no vinculantes que funcionan porque proporcionan un beneficio mutuo a las partes (125). Esto no obsta para que, en alguna ocasión, bajo el término MOU se esconda un verdadero tratado en términos jurídicos, con fuerza obligatoria para las partes, como es el caso de los MOU's firmados por la SEC con sus homólogos franceses, holandeses, noruegos y suecos (126).

---

(123) El artículo 2.1.a) del Convenio sobre el Derecho de los Tratados, hecho en Viena el 23 de mayo de 1969 (BOE de 13 de junio de 1980), exige estos dos requisitos para considerar como Tratado un acuerdo internacional, requisitos que reitera en nuestro Derecho interno el artículo 2.a) del Decreto 801/1972, de 24 de marzo, de ordenación de la actividad de la Administración del Estado en materia de Tratados internacionales (BOE de 8 de abril de 1972).

(124) Así, en el preámbulo del documento IOSCO (Technical Committee), *Principles for Memoranda of Understanding*, septiembre de 1991, se afirma que los MOU's son declaraciones de intenciones que no imponen a las partes obligaciones legales. Esto los diferencia claramente de los tratados, ya que según el artículo 26 del Convenio sobre el Derecho de los tratados, éstos obligan a las partes y deben ser cumplidos de buena fe. Es más, conforme al artículo 27 los firmantes no podrán invocar las disposiciones de su Derecho interno como justificación del incumplimiento de un Tratado. En lo que respecta al Derecho español, el artículo 96 CE afirma que "los tratados internacionales válidamente celebrados, una vez publicados oficialmente en España, formarán parte del ordenamiento interno", lo que implica su obligado cumplimiento como una norma más de nuestro ordenamiento.

(125) Véase MANN, M. D., CEDER, P.A. y KIMEL, M. "Coopération transfrontalière...", op. cit., p. 111 y BERGSTRÄSSER, S., "Cooperation between Supervisors", *European securities Markets. The Investment Securities Services and Beyond*, G. Ferrarini, Londres, 1998, p. 376.

(126) Véase "Administrative agreement between the SEC and the COB of France", diciembre de 1989, *International Series Releases* n.º 117, 45 SEC Docket 726 (12 de enero de 1990) "Agreement between the United States and the Kingdom of the Netherlands on Mutual Administrative Assistance in the Exchange of Information in Securities Matters and the Establishment of a Framework for Consultations between the SEC and the Ministry of Finance of the Netherlands", *International Series Releases*, n.º 115, 45 SEC Docket 715 (12 de enero de 1990); "Memorandum of Understanding concerning consultation and cooperation in the administration and setting-up of laws regarding securities between the United States Securities and Exchange Commission and the Kredit Tilsynet of Norway", *International Series Releases*, n.º 321, 49 SEC Docket 1462 (1991), y "Communiqué concerning the exchange of information and the establishment of a structure for cooperation between the United States Securities and Exchange Commission and the Finansinspektionen of Sweden", *International Series Releases*, n.º 322, 49 SEC Docket 1467 (1991). Al carácter de tratados que excepcionalmente tienen estos acuerdos se

Todas estas características reportan una serie de ventajas para este instrumento de cooperación. Su aprobación es más ágil y rápida que la de un tratado, pues no precisa de un procedimiento de aprobación formal por el poder legislativo. Además su carácter informal y no vinculante hace que su contenido sea más amplio que el de un tratado normal. También proporciona una mayor flexibilidad a los organismos de supervisión al establecer procedimientos concretos para problemas específicos relacionados con los mercados de valores. Todo ello lo convierte en la vía idónea para fomentar las relaciones bilaterales de colaboración entre los organismos de supervisión (127). La ventaja de los acuerdos bilaterales es que funcionan pese a la existencia de importantes diferencias entre las legislaciones y que puede acudirse a ellos cuando es imposible la utilización de los tratados de asistencia judicial (128).

Por lo que respecta al contenido de estos acuerdos, hay que destacar su gran variedad (129). Si el primer MOU, entre EE.UU. y Suiza, tenía por objeto exclusivo facilitar la cooperación en la persecución de los abusos de información privilegiada con dimensión internacional, los MOU's actuales buscan estrechar la cooperación en los más diversos ámbitos, aunque la erradicación de las operaciones de iniciados siga ocupando un papel destacado en la conclusión de estos acuerdos (130). Generalmente, la cooperación se centra en la persecu-

---

refieren LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Securities regulation,* op. cit., pp. 5039-5040; MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", op. cit., pp. 804 y 805; FLETCHER, C. E., *Materials on the law of insider,* op. cit., p. 558, y FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y ZAMORA CABOT, F.J., "Globalización de los mercados de valores...", op. cit., p. 138.

(127) Ventajas destacadas por FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A. y ZAMORA CABOT, F.J., "Globalización de los mercados de valores...", op. cit., pp. 131-132.

(128) En este sentido CONTI, C., "La cooperazione internazionale in materia di insider trading", *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario "L'insider trading"* (coord. por RABITTI BEDOGNI, C.), Milán, 1992, p. 276.

(129) Generalmente los distintos ordenamientos no recogen el contenido de los MOU, dado que éste puede ser muy variado. Como excepción el artículo 376.2 *Código dos Valores Mobiliarios* portugués sí que hace referencia al contenido de estos acuerdos, si bien con carácter ejemplificativo. Así, hace referencia a la recogida de pruebas sobre infracciones del mercado de valores o de otras cuya investigación sea competencia de la CMVM, al intercambio de informaciones necesarias para el ejercicio de las respectivas funciones de supervisión o regulación, a las consultas sobre problemas suscitados por las respectivas atribuciones y a la formación de personal e intercambio de experiencias.

(130) Esa variedad se pone de manifiesto en un análisis de los resúmenes de los principales MOU's firmados por EE.UU. que ofrecen MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", op. cit., pp. 797 a 812, o STEINBERG, M. I., *International Securities Law…*, op. cit., pp. 218-237. A modo de ejemplo el *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information,* mayo de 2002, auspiciado

ción de ilícitos bursátiles transfronterizos (131), si bien con un contenido amplio, ya que no se exige que los hechos se sancionen penalmente en ambos países, lo que supone un avance importante sobre los tratados de asistencia mutua en materia penal. Pero, en ocasiones, el ámbito de la asistencia es mucho más amplio, y así, según la cláusula 3.ª del MOU entre la SEC y la CNMV, la cooperación allí establecida tiene como fin "facilitar la aplicación de las leyes o regulaciones que afecten a los mercados de valores y a sus miembros, a la concesión de licencias, autorizaciones, renuncias o exenciones para la realización de actividades de intermediación en los mercados de valores y al desarrollo de investigaciones, litigios o enjuiciamientos en aquellos casos en que la información localizada dentro de la jurisdicción del Estado de la Autoridad solicitada sea necesaria para determinar, o probar, que las leyes o regulaciones del Estado de la Autoridad solicitante puedan haber sido infringidas".

Esta ampliación del contenido también ha tenido su reflejo en los medios y vías de colaboración que se emplean, y así la tendencia es que se ponga a disposición de la otra parte la plenitud de potestades y facultades que se poseen (132). En cualquier caso, el propio MOU recogerá los procedimientos concretos para realizar y poner en práctica la cooperación teniendo presentes los obstáculos y requisitos legales existentes en las legislaciones de ambos Estados (133). Como límites al uso de los propios poderes en favor de una autoridad

---

por la IOSCO, tiene como objetivo la asistencia mutua y el intercambio de informaciones con el propósito de imponer y asegurar el cumplimiento de las legislaciones nacionales. El MOU multilateral define el concepto de legislación como las disposiciones legales de las jurisdicciones de las Autoridades, la normativa de desarrollo y cualquier otra disposición que sea competencia de las Autoridades en relación con determinadas cuestiones, destacando en primer lugar la información privilegiada, la manipulación de precios y la difusión de información relevante falsa o engañosa, seguida de otros ámbitos donde también se plantean problemas transfronterizos de supervisión, como la emisión y oferta de valores y productos derivados o los controles sobre los prestadores de servicios financieros.

(131) El MOU CNMV-COB se limita a este tipo de asistencia. Véase el artículo 3 de tal acuerdo.

(132) En este sentido el principio séptimo de IOSCO (Technical Committee), *Principles for memoranda...*, cit., insta a los organismos firmantes de un MOU a adoptar todas las medidas razonables para asegurar que pueden emplear con plenitud sus facultades y competencias al atender las peticiones de colaboración. Así, cuando la autoridad requerida disponga de facultades para ello, la cooperación prestada incluirá la obtención de documentos y testimonios o declaraciones de testigos, el acceso a los archivos y ficheros no públicos de la autoridad solicitada, así como llevar a cabo inspecciones de entidades bajo su jurisdicción. Esta amplitud recomendada por la IOSCO ha tenido su plasmación, por ejemplo, en la cláusula tercera, sección primera, apartado segundo del MOU SEC-CNMV, y en el artículo 3.1 del MOU COB-CNMV.

(133) Véase IOSCO (Technical Committee), *Principles for memoranda...*, cit., Principio tercero.

extranjera se erigen la protección de los derechos de las personas afectadas por la investigación y el orden público nacional (134).

*c) Los acuerdos multilaterales. Hacia una globalización de la cooperación*

Los MOU's bilaterales han tenido y tienen un importante papel en la mejora de la colaboración entre autoridades para perseguir los abusos de mercado con dimensión internacional. No obstante, su carácter bilateral supone un obstáculo para alcanzar una armonización de las vías de cooperación. El hecho de ser bilaterales permite que el acuerdo se adapte a las necesidades de las dos autoridades firmantes, pero resulta un ámbito demasiado estrecho. La bilateralidad provoca divergencias entre unos acuerdos y otros y supone que una misma autoridad mantenga relaciones de cooperación muy dispares con distintas autoridades.

La internacionalización de los mercados y la creciente interdependencia de los mismos obliga a que se adopten acuerdos más amplios que vinculen a un mayor número de autoridades. La adopción de acuerdos de cooperación multilaterales proporciona una armonización de los mecanismos de cooperación y facilita la labor de las autoridades nacionales, al poder utilizar el mismo procedimiento en sus requerimientos de cooperación con distintas autoridades.

Los acuerdos multilaterales están adquiriendo cada vez mayor protagonismo gracias a la labor de los organismos que agrupan a las diferentes autoridades en materia de mercado de valores y especialmente a la IOSCO y al CESR, que han auspiciado, en el seno de su correspondiente ámbito territorial, la firma de acuerdos multilaterales sobre el intercambio de información y la supervisión de actividades en los mercados de valores. Estos acuerdos están sustituyendo a los MOU's bilaterales.

En lo que respecta a nuestro país, el primer acuerdo multilateral del que fue parte la CNMV fue el *Acuerdo multilateral sobre Intercambio de Información y Supervisión de Actividades de valores,* hecho en París el 26 de enero de 1999 en el seno del entonces FESCO (135). Posteriormente el CESR, como sucesor del FESCO, asumió como propio el acuerdo, que ha sido firmado por las

(134) Véase IOSCO (Technical Committee), *Principles for memoranda...*, cit., Principios cuarto y sexto.

(135) El texto de éste puede obtenerse en el servidor de Internet de la CNMV (http://www.cnmv.es) y en el del CESR (http://www.cesr-eu.org).

autoridades reguladoras de los países procedentes de la última ampliación europea (Polonia, Lituania, Letonia, etc.) (136).

Se trata de un acuerdo multilateral cuyo propósito, según el artículo 1, es el establecimiento de un marco general de cooperación y consulta entre las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores en los países miembros del CESR (países pertenecientes al Espacio Económico Europeo, en concreto los países integrados en la Unión europea, más Noruega e Islandia). El ámbito de esa cooperación y asistencia es el más amplio posible, dado que deben prestarse mutua ayuda en toda materia dentro de sus competencias, si bien se destacan algunas áreas de cooperación preferente, como por ejemplo "las investigaciones y aplicación de las leyes y reglamentos sobre operativa con información privilegiada, manipulación del mercado y otras prácticas fraudulentas o manipuladoras en el campo de los valores" (137).

También la prestación de asistencia se concibe en términos muy amplios. Prueba de ello es que se posibilita la comunicación de información procedente de una tercera autoridad (artículo 3.2), se establece la obligación de proporcionar información no solicitada, cuando se crea que será de interés para la otra Autoridad (artículo 3.4), y se limitan los motivos por los que es posible la denegación de la información solicitada —atentado contra la soberanía, la seguridad o la política pública del Estado de la autoridad requerida y vulneración del principio *non bis in idem* en el plano internacional— (artículo 3.3). En todo caso, la Autoridad requerida hará todo lo razonable para obtener y proporcionar la información solicitada, utilizando todos los medios pertinentes a su disposición.

La amplitud del ámbito de cooperación nos plantea la obsolescencia de los MOU's bilaterales firmados entre las autoridades pertenecientes al CESR. Y es que, conforme al artículo 13 del Acuerdo, las previsiones del Acuerdo Multilateral sustituyen a las estipulaciones conflictivas que sean más restrictivas para la cooperación, contenidas en acuerdos bilaterales firmados antes de la entrada en vigor del Acuerdo.

En el seno de la IOSCO se aprobó en mayo de 2002 un acuerdo multilateral sobre cooperación e intercambio de información, denominado *"Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of informa-*

(136) El CESR asumió el acuerdo sin realizar ningún cambio de contenido, limitándose a una sustitución de las referencias al FESCO por referencias al CESR.

(137) Véase el artículo 3, apartado a) del Acuerdo.

*tion"* (138). Es el primer acuerdo multilateral de cooperación entre autoridades de los mercados de valores a nivel mundial. Implica un cambio sustancial en relación con la cooperación internacional, tanto por su dimensión (cooperación a escala mundial), como por su ámbito objetivo, al tratarse de un acuerdo global dirigido a facilitar la detección de prácticas dañinas para los mercados, su investigación y su persecución a través de las fronteras. Este acuerdo supone un hito en la cooperación para luchar contra las prácticas ilícitas en los mercados de valores y de derivados. El acuerdo refleja el consenso internacional alcanzado por las autoridades de que unos mercados de valores cada vez más globalizados requieren de un alto nivel de cooperación entre los reguladores, para garantizar su transparencia y seguridad.

El MOU Multilateral pretende ser un acuerdo de alcance mundial. Así, la IOSCO ha instado a todos sus miembros para que soliciten su adhesión al acuerdo antes del 1 de enero de 2010 y además ha fijado como condición indispensable para ser aceptado como miembro ordinario o asociado de la IOSCO la obligación de solicitar la adhesión al MOU Multilateral (139). Para poder adherirse a este acuerdo, la autoridad de que se trate debe ser miembro ordinario o asociado de la IOSCO (140) y además debe garantizar que posee los poderes necesarios para la obtención y el intercambio de información con sus homólogos extranjeros. Con relación a este último requisito la IOSCO ha puesto en marcha un mecanismo de valoración de la capacidad real de cooperación de la autoridad de que se trate, de tal forma que sólo se permite la firma del Multilateral MOU a las autoridades cuyos ordenamientos reúnan unos condicionantes mínimos que les permitan el cumplimiento de lo prescrito en él (141). El acuerdo

---

(138) El origen de este acuerdo está en un grupo de trabajo creado en Roma, en el seno del Comité técnico de la IOSCO, en octubre de 2001, tras los acontecimientos del 11 de septiembre y presidido por Michel Prada, entonces Presidente de la COB. El texto del Multilateral MOU puede obtenerse en la página web de la IOSCO (www.iosco.org/library). También existe una versión en castellano en la misma página, pero téngase en cuenta que no tiene carácter oficial.

(139) Lo ha hecho además a través de su *Resolution of the Presidents Committee on the International Benchmark for Enforcement Related Cooperation and Exchange of Information* de 6 de abril de 2005.

(140) El carácter de miembro ordinario o asociado viene exigido por el apartado I.a del Apéndice B.

(141) Para ser signatario del acuerdo la autoridad debe responder al cuestionario que aparece en el apartado IV del Apéndice B del Acuerdo y además aportar copia de la normativa que respalda sus respuestas. En él se indaga sobre la extensión de los poderes de investigación de las autoridades candidatas a la firma, sobre la naturaleza de las informaciones y los testimonios que pueden obtener, sobre las posibilidades de transmisión de dichas informaciones a sus homólogos extranjeros, sobre la utilización que pueden hacer de los datos que se les transmiten y sobre las reglas de confidencialiad que aplican a las informaciones obtenidas de otras autoridades.

queda abierto a la firma por parte de futuros miembros de la IOSCO, siguiendo el mismo procedimiento (artículo 14). Hasta el momento lo han firmado las autoridades de los principales mercados de Europa, América del Norte y Asia [142].

El acuerdo contempla en su artículo 7 que la prestación de asistencia sea lo más amplia posible y en concreto debe incluir, sin ningún tipo de limitaciones, el suministro de información y documentación disponible en los archivos de la autoridad requerida, así como la obtención de información y documentación sobre los asuntos a los que se refiera el requerimiento. Se hace especial hincapié en la obtención de información sobre el desarrollo de las transacciones en valores (destinatario final, titular de la cuenta, cantidad comprada o vendida, hora de la transacción, precio, intermediario que intervino, transacciones relaciona-

---

Las contestaciones son analizadas por un grupo de valoración (*Screening Group*) compuesto de dos comités de expertos (*Standing Committee* 4 del Comité Técnico y *Working Party* 4 del Comité de Mercados Emergentes) que emitirán un informe con una recomendación sobre la idoneidad del candidato. Finalmente la aceptación del candidato como firmante queda a cargo de un Comité formado por los Presidentes del Comité Tecnico, del Comité de mercados emergentes y del Comité ejecutivo. Tanto los Comités de expertos como el Comité de presidentes escucharán a las autoridades implicadas antes de tomar sus decisiones. Cuando se estime que la autoridad candidata no reúne los requisitos necesarios se le hará llegar una recomendación con los cambios que deberían introducirse en la normativa de su país, al tiempo que la IOSCO se compromete a colaborar en la medida de lo posible (estudios, asesoramiento, etc.) en la puesta en marcha de esas modificaciones. Las autoridades que deseen ser signatarias del acuerdo pero no tengan los poderes necesarios pueden también rellenar el cuestionario y serán incluidas en un listado, de forma que cuando obtengan la habilitación jurídica suficiente para ser signatarias sólo tengan que actualizar los datos. Véase el apéndice B de IOSCO, *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, mayo de 2002 (fuente www.iosco.org). Tal es el caso de países como Chile, Chipre, Panamá, Perú o Suiza, a los que se incluyó en el anexo B a la espera de que introduzcan reformas jurídicas en sus ordenamientos. El listado de miembros que en cada momento está en el Anexo B puede consultarse en http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=mou_siglist.

[142] Con fecha 1 de mayo de 2006 habían firmado el MOU las autoridades de los mercados de valores de Alberta, Ontario, British Columbia y Quebec en Canadá, Australia, Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, Hungría, India, Isla de Man, Italia, Jersey, Lituania, Malta, México, Nueva Zelanda, Polonia, Portugal, Singapur, Eslovaquia, España, Sudáfrica, Sri Lanka, Turquía, Reino Unido y la SEC y la CFTC de Estados Unidos; y las candidaturas de otros países como Bulgaria, Chile, Chipre, Holanda, Indonesia, Israel, Panamá, Perú o Suiza están siendo objeto de estudio. Véase el comunicado de prensa de la IOSCO, *IOSCO Strengthens International Cooperation to Figth Illegal Securities and Derivatives Activities*, 16-10-2003, publicado en su página web. Un listado permanentemente actualizado de los países signatarios del MOU multilateral y de los candidatos pueden consultarse en la página web http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=mou_siglist.

das, etc.) [143]. La prestación de asistencia también incluye la toma de declaraciones, ya sea voluntarias, ya sea obligadas, utilizando la autoridad requerida los poderes que posea al respecto.

Sólo se contemplan cuatro supuestos en que la asistencia pueda ser denegada [artículo 6.e)], que son: si el cumplimiento de la prestación de asistencia implica un contravención de la normativa nacional, si puede producirse una duplicidad de sanciones frente a la misma conducta, si el requerimiento no se ha realizado conforme a lo establecido en el Acuerdo, o si existen razones de orden público o de interés nacional. La asistencia no puede denegarse basándose en que la conducta no es sancionable en el ordenamiento propio [artículo 7.c)].

La asistencia debe prestarse siempre que sea necesario para asegurar la aplicación y el efectivo cumplimiento de la normativa sobre los mercados de valores, entendida en un sentido amplio, conforme a la definición contenida en el artículo 4 del *Multilateral MOU* [144]. Incluso se prevé la prestación de asistencia no solicitada, siempre que una autoridad crea que determinadas informaciones pueden ser de ayuda para garantizar el cumplimiento de la normativa aplicable en sus respectivas jurisdicciones (artículo 11).

El *Multilateral MOU* contiene una descripción precisa de cómo debe discurrir un procedimiento de petición de asistencia. En primer lugar, en su artículo 8 regula el requerimiento de asistencia, que básicamente ha de ser escrito, si bien en casos urgentes puede realizarse por teléfono o fax, remitiéndose posteriormente por escrito. Se especifica también el contenido del requerimiento, e incluso en el apéndice C se ofrece un modelo de requerimiento. A continuación el artículo 9 describe el proceso de ejecución de la petición de asistencia por parte de la autoridad requerida, que fundamentalmente se desarrollará confor-

---

[143] Conforme a la IOSCO, *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Law*, noviembre de 1997, las autoridades deben mantener registros que permitan reconstruir cualquier transacción realizada en los mercados de valores. Esos registros deben permitir identificar cualquiera de los elementos de la transacción (sujetos, objeto, precio, tiempo, intermediario, etc.).

[144] Según este precepto "Legislación" son las disposiciones legales de las jurisdicciones de las Autoridades, la normativa de desarrollo y cualquier otra disposición que sea competencia de las Autoridades, en relación con lo siguiente: a) información privilegiada, manipulación de precios, información relevante falsa o engañosa y cualquier otra práctica fraudulenta o manipuladora referida a valores o a productos derivados, incluyendo prácticas inductoras, manejo de fondos de inversores y de órdenes de clientes; b) el registro, emisión, oferta o venta de valores y productos derivados y los requisitos de información relacionados con ellos mismos; c) intermediarios del mercado, incluyendo a los asesores de inversiones y de negociación a los que se requiera autorización o registro, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores y entidades habilitadas para la llevanza del registro de anotaciones en cuenta, y d) mercados, bolsas de valores y empresas de liquidación y compensación.

me a la normativa interna de dicha autoridad. Se prevé que, bajo autorización de la autoridad requerida, estén presentes en las tomas de declaración representantes de la autoridad requirente, que podrán plantear preguntas para que les sean hechas a los testigos. Se invita así a la realización de investigaciones conjuntas con participación activa del personal de la autoridad requirente. Obtenida la información, ésta deberá utilizarse específicamente para lo que se solicitó, que puede ser tanto una finalidad específica claramente delimitada en el requerimiento como una finalidad más general de inspección o sanción, incluso a través de procedimientos penales o civiles. La utilización de la información con otros fines requiere de consentimiento expreso (artículo 10).

La otra gran aportación de este *Multilateral MOU* es que prevé un proceso de seguimiento de su cumplimiento y la posibilidad de excluir a las autoridades incumplidoras. En el artículo 6.a) del propio acuerdo se reconoce que el *Multilateral MOU* no pretende la creación de obligaciones legalmente vinculantes, ni reemplazar a la normativa nacional. En consecuencia, la prestación de asistencia y el cumplimiento del acuerdo una vez firmado quedan a la voluntad de la autoridad requerida. Podría darse así el caso de autoridades que firmasen el acuerdo con una pura intención cosmética de aparecer como autoridades cooperantes, pero que en la práctica no prestasen asistencia cuando les sea solicitada o lo hiciesen de forma deficiente. También podría suceder que tras la firma del MOU se produjesen modificaciones legislativas que impidieran *de facto* a la autoridad la prestación de asistencia. Para evitar estas situaciones, en el propio MOU se prevé un novedoso sistema de seguimiento. Conforme al artículo 12 se establece un sistema de consultas periódicas entre los signatarios del acuerdo que verifica regularmente la disponibilidad y la capacidad de una autoridad para continuar prestando su cooperación a las demás. Si se demuestra que una autoridad ha perdido la capacidad (p. ej. por un cambio normativo) para la prestación de asistencia, o su actitud denota una voluntad de incumplimiento del acuerdo, podrá excluirse a dicha autoridad del acuerdo [145].

La firma del MOU ya no es sólo una mera declaración de intenciones, sino que los Estados asumen un verdadero compromiso de prestar una cooperación efectiva, o serán excluidos del acuerdo.

*d) Comunicados, declaraciones conjuntas y canjes de notas*

Son acuerdos menos formales que los MOU's y suelen preparar el terreno de éstos. En estos instrumentos el nivel de compromiso de las partes es menor

[145] La posibilidad de exclusión se recoge en el artículo 16.b) del *Multilateral MOU*. La exclusión irá precedida de un proceso con las debidas garantías que se regula en el Apéndice B apartado III.

que en los MOU's, por lo que tienen escasa relevancia práctica a efectos de cooperación (146).

Un ejemplo de declaración conjunta lo encontramos en la *Declaration on cooperation and supervision of internacional futures markets and clearing organizations* firmado el 15 de marzo de 1996 por las principales autoridades reguladoras de los mercados de futuros bajo el auspicio de la IOSCO (147). Otro ejemplo es el *Statement of Intent concerning Cooperation, Consultation and the Exchange of Information,* firmado en mayo de 2002 entre la SEC y la CFTC norteamericanas y la Autoridad del mercado de valores japonesa, en el que se comprometen a establecer un marco de cooperación y consulta para garantizar el adecuado cumplimiento de sus respectivas normativas sobre el mercado de valores.

### 4. La previsión en el Derecho interno de los medios necesarios para cooperar

#### A) La necesidad de regulación por el Derecho nacional de medios y facultades para la cooperación

Para combatir el fraude en unos mercados de valores cada vez más internacionalizados, las autoridades encargadas de su control y supervisión en los diferentes Estados deben no sólo querer cooperar sino disponer de los poderes necesarios para hacerlo eficazmente. Es necesario, que en el Derecho interno, la autoridad encargada de la supervisión de los mercados esté autorizada para prestar la asistencia solicitada y disponga de poderes suficientes para la obten-

(146) En MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", op. cit., pp. 812 a 815, se resume el contenido de los comunicados y declaraciones conjuntas más importantes realizados por la SEC y los correspondientes organismos de otros países. A destacar el "Joint Statement on the establishment of Improved Cooperation between the SEC and the Commission of the European Communities", *International Series Release,* n.º 320, 30 de septiembre de 1991, del que ya nos ocupamos en el apartado 3.2 de este capítulo. En relación con otras vías de cooperación, como las declaraciones conjuntas, véase también BERGSTRÄSSER, S., "Cooperation between...", cit., pp. 380-381.

(147) La declaración fue firmada por la CNMV, la COB francesa, la CONSOB italiana, el BAWe alemán, la FSA británica, el Banco Central de Irlanda, la CFTC norteamericana, la Securities and Investment Commission australiana, la Comisión de valores de Quebec, la Securities and Futures Commission de Hong Kong, la autoridad monetaria de Singapur, el Financial Services Board de Sudáfrica y el Ministro de Finanzas austríaco.

ción de los documentos, testimonios e informaciones que se le requieran (148). Los acuerdos estableciendo vías de cooperación serán letra muerta si las autoridades implicadas carecen de capacidad legal para la obtención e intercambio de datos, documentos, etc.

Para que la asistencia sea eficaz, el derecho interno debería garantizar como mínimo que la autoridad supervisora pueda utilizar todos sus poderes domésticos por cuenta de sus homólogos extranjeros. Además, y dada la disparidad entre las legislaciones de distintos Estados, es conveniente que se presten asistencia aun cuando la actividad sobre la que la autoridad extranjera está investigando no constituya una violación de las leyes propias (149). Otro factor crucial es la rapidez en la prestación de la asistencia, que puede verse entorpeci-

(148) En este sentido la *Resolution on Enforcement powers* de la IOSCO, adoptada en la 22.ª conferencia anual celebrada en Taipei en noviembre de 1997, advierte a sus miembros de que deben ser capaces de obtener y compartir información relacionada con el cumplimiento de las normas sobre valores y derivados. Y para ello, cada miembro de la IOSCO debería poder asegurar que él u otra autoridad dentro de su jurisdicción tienen los poderes necesarios para obtener información, incluyendo declaraciones y documentos que pueden ser relevantes para la investigación y persecución de potenciales violaciones de las leyes y normas relacionadas con las transacciones en valores y derivados, y que tal información puede ser compartida directamente con otros miembros de la IOSCO o indirectamente a través de otras autoridades de su jurisdicción para usarla en investigaciones y persecuciones de infracciones en materia de valores o derivados. Esto se reitera en la *Resolution on Principles for Record Keeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Law*, noviembre de 1997, también aprobada en la 22.ª conferencia antes citada. En concreto, esta última resolución insta a las autoridades a mantener registros que permitan reconstruir todas las operaciones realizadas en los mercados de valores, con información suficiente (destinatario final, titular de la cuenta, cantidad comprada o vendida, hora de la transacción, precio, intermediario que intervino, transacciones relacionadas, etc.). Además, las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores deberían contar con poderes suficientes como para obtener información que permita identificar a las personas que controlan o participan en el capital de sociedades u otras entidades con intereses directos o indirectos en sociedades cotizadas, así como a las personas que controlan o participan en cuentas bancarias o cuentas en empresas de inversión. La Resolución también considera necesario que las autoridades de los mercados de valores puedan obtener toda clase de informaciones, incluidas declaraciones y documentos que sean necesarios para la investigación y persecución de potenciales violaciones de la normativa del mercado de valores, y que esa información pueda ser suministrada a otros miembros de la IOSCO. Por último, se propone que cada miembro de la IOSCO asesore a su legislador para eliminar los obstáculos a la cooperación que existan en la normativa vigente.

(149) Véase MANN, M.D., CEDER, P.A. y KIMEL, M., "Coopération transfrontalière...", op. cit., p. 111. Así en el artículo 7.c) del *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, mayo de 2002, se señala que deberá prestarse asistencia a otra autoridad, incluso aunque la conducta investigada no sea ilícita conforme a la normativa de la autoridad requerida.

da por la existencia de vías de recurso demasiado complejas a disposición del investigado (150).

Pero son necesarios ciertos límites, como la posibilidad de rechazo de una solicitud de información, cuando su ejecución comporte un perjuicio a los intereses nacionales. También es conveniente la inclusión de una cláusula que evite la doble sanción internacional, de forma que se deniegue la colaboración si los hechos ya han sido sancionados en el foro e incluso si están ya siendo investigados (151).

Por último, son necesarios mecanismos que garanticen que el receptor de la información mantendrá la confidencialidad de ésta, exigiéndole que sus normas sobre secreto profesional sean como mínimo equivalentes a las nacionales.

B) El modelo norteamericano y el impulso de las Directivas europeas

La mayoría de las regulaciones se han modificado en las últimas décadas para dotar a las autoridades de supervisión de poderes y facultades que hagan realidad la cooperación con sus homólogos extranjeros. Uno de los primeros ordenamientos en regular expresamente la cooperación con las autoridades extranjeras fue el norteamericano, que posteriormente serviría de modelo en esta cuestión a las normas sobre mercado de valores de otros países del mundo (así Argentina, Australia, Canadá, Chile, Francia, Italia, Japón, México, Países Bajos, España o Reino Unidio, entre otros).

La SEC estadounidense está autorizada a prestar su colaboración a sus homólogos extranjeros en virtud de la sección 21 (a) de la SEA, tras las modificaciones introducidas por la sección 6 de la *Insider Trading and Securities*

(150) Resulta paradigmático el caso SEC v. Santa Fe (SEC, *Fifty-Second Annual Report 1986*, p. 12), en el que la SEC solicitó asistencia a las autoridades suizas con base en el Tratado de Asistencia mutua en materia penal entre ambos Estados de 1977. La información llegó tres años después, tras un largo proceso judicial en Suiza y tras verse obligada la SEC a realizar una segunda petición de asistencia. En opinión de HERTIG, G., "La repression des délits…", op. cit., pp. 117, es uno de los problemas que más dificultan la asistencia internacional en materia de mercado de valores.

(151) Así lo exige el artículo 16 2.2.º y 2.4.º de la DAM. También lo exigen los dos principales MOU multilaterales. Véase el artículo 3.3 del *Acuerdo multilateral sobre Intercambio de Información y Supervisión de Actividades de valores,* París, enero de 1999, y el artículo 6.e.ii del *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information,* mayo de 2002.

*Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) de 1988 (152). Este precepto otorga a la SEC una potestad discrecional de colaboración con otras autoridades extranjeras que se encuentren investigando violaciones, ya acaecidas o potenciales, de sus normativas sobre mercado de valores. Se trata, sin embargo, de una discrecionalidad reglada, ya que la SEC debe considerar en la toma de su decisión de cooperar la existencia de reciprocidad por parte del solicitante y los posibles perjuicios que la asistencia pueda acarrear al interés público nacional. No es necesario en ningún caso que los hechos constituyan también una violación de la normativa estadounidense (153).

Con la reforma de 1990, introducida por la *International Securities Enforcement Cooperation Act* (154), se refuerzan aún más las posibilidades de cooperación, ya que se permite a la SEC que mantenga en secreto la información recibida de las autoridades extranjeras. Además, y con el fin de combatir la criminalidad bursátil internacional, se autoriza a la SEC y a los organismos autorreguladores a que impongan sanciones a los intermediarios profesionales del mercado de valores condenados por un tribunal o autoridad extranjera por violar las normas sobre mercado de valores de otro país.

En la Unión Europea, tanto la Directiva de iniciados como posteriormente la DAM han impulsado la introducción de normas que faciliten la cooperación, ya que entre los objetivos de estas Directivas figuraba una armonización míni-

---

(152) *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act,* Pub. L. n.º 100-704, 19 de noviembre de 1988. El texto completo de esta disposición, así como algunos materiales y comentarios relacionados con ella, puede consultarse en FLETCHER, E.C., *Materials on the law...*, op. cit., pp. 466-493. De nuevo se aprecia aquí cómo la preocupación por el *insider trading* con dimensiones internacionales ha estimulado la cooperación entre autoridades en un plano más amplio.

(153) Sec. 21 (a) 2 SEA: *"On request from a foreign securities authority, the Commission may provide assistance in accordance with this paragraph if the requesting authority states that the requesting authority is conducting an investigation which it deems necessary to determine whether any person has violated, is violating, or is about to violate any laws or rules relating to securities matters that the requesting authority administers or enforces. The Commission may, in its discretion, conduct such investigation as the Commission deems necessary to collect information and evidence pertinent to the request for assistance. Such assistance may be provided without regard to whether the facts stated in the request would also constitute a violation of the laws of the United States. In deciding whether to provide such assistance, the Commission shall consider whether (A) the requesting authority has agreed to provide reciprocal assistance in securities matters to the Commission; and (B) compliance with the request would prejudice the public interest of United States"*. Para un comentario véase MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", op. cit., pp. 818 a 820; FLETCHER, E.C., *Materials on the law...*, op. cit., pp. 555- 556, y MANN, M. D., CEDER, P.A. y KIMEL, M., "Coopération transfrontalière...", op. cit., pp. 114-115.

(154) Pub. L. n.º 101-550 (1990). Para un comentario véase MANN, M., MARI, J.G. y LAVDAS, G., "International agreements and understandings...", cit., pp. 820-821.

ma de los poderes de las autoridades reguladoras, con el objetivo de evitar una competencia a la baja entre autoridades. Sin embargo, el impacto de ambas normas no es comparable.

El artículo 10 de la Directiva sobre iniciados señalaba que las autoridades competentes debían utilizar todas las facultades mencionadas en el artículo 8.2 (facultades de control e investigación) que poseyesen, con el objeto de garantizar a las demás autoridades toda la cooperación necesaria para el cumplimiento de su misión. Pero debido a que la Directiva tenía un ámbito objetivo muy restringido: la lucha contra los abusos de información privilegiada, ello provocó notables divergencias en la regulación de los medios y facultades al servicio de la cooperación. Así en algunos Estados, como Irlanda o Alemania, sólo se regulaban mecanismos de cooperación para luchar contra los abusos de información privilegiada (155). En cambio, otros Estados como Francia, Gran Bretaña o España optaron por regular instrumentos de colaboración genéricos, aplicables a cualquier infracción de carácter transfronterizo, lo que indudablemente resultaba mucho más eficaz (156).

La DAM va mucho más lejos, ya que obliga a las autoridades del mercado de valores a cooperar "siempre que sea necesario para el cumplimiento de sus funciones" (artículo 16.1 de la DAM). Se impone, por tanto, una obligación de cooperación y asistencia general, que no está limitada, como sucedía en el artículo 8.1 de la Directiva sobre iniciados, a la persecución de los abusos de información privilegiada. Además obliga a las autoridades a que cooperen, utilizando para ello no sólo las competencias y facultades que deben poseer con arreglo a la Directiva, sino también cualesquiera otras que les confiera su Derecho interno (artículo 16.1 de la DAM). La propia DAM (artículo 12) prevé que las autoridades del mercado estén dotadas de amplias competencias en materia de supervisión e inspección, y detalla toda una serie de facultades que necesariamente han de poseer, como por ejemplo: la facultad de realizar inspecciones *in situ*, de acceder a cualquier documento, de requerir información de cualquier persona e incluso la potestad de interrogarla, etc.

Por último, el artículo 16 de la DAM prevé una cooperación muy estrecha que supera la mera comunicación de informaciones, estableciendo un deber de comunicación de los ilícitos de que se tenga conocimiento, posibilidades de

---

(155) Véase las secciones 116-118 de la *Companies Act* de 1990 irlandesa y el parágrafo 19 de la *Wertpapierhandelsgesetz* alemana de 1994, en su versión original.

(156) Así en las secciones 82-91 de la *Companies Act* 1989 británica, comentadas por HANNIGAN, B., *Insider Dealing*, op. cit., pp.56-57; o en el artículo 5 bis de la *Ordonnance* n.º 67-833, de 28 de diciembre, introducido por la Ley n.º 89-531, de 2 de agosto de 1989, relativa a la seguridad y transparencia del mercado financiero; o en el artículo 90 de la LMV, según la redacción dada por la LRLMV.

petición de investigaciones e incluso previendo las investigaciones conjuntas. Es en este marco donde debemos analizar nuestra actual regulación de la cooperación entre la CNMV y las autoridades extranjeras.

C) La regulación de la cooperación en el artículo 90 de la Ley de Mercado de Valores. Tres niveles de cooperación

La prestación de asistencia y la cooperación por parte de la CNMV con otras autoridades extranjeras se regula en el artículo 90 de la LMV, cuya redacción actual procede del artículo 3 de la LRSF, que implementó el artículo 16 de la DAM (157). Dicha reforma tuvo como efecto una notable ampliación de los niveles de cooperación a que se compromete la CNMV, especialmente con relación a la persecución de los abusos de mercado que se produzcan en el seno de la Unión Europea (158). No obstante, el nuevo texto no es muy claro y plantea algunos problemas interpretativos. El precepto es excesivamente largo, reiterativo en ocasiones y con lagunas importantes en la regulación de determinadas cuestiones.

En su redacción actual, el artículo 90 de la LMV establece tres niveles de cooperación. Un primer nivel genérico de cooperación en cualesquiera asuntos, un segundo nivel centrado en la cooperación en tareas de inspección, supervisión y sanción de ilícitos del mercado de valores y un tercer nivel, de cooperación para la persecución de los abusos de mercado. Los niveles de cooperación

(157) Como ya sabemos, el texto que se tuvo en cuenta para introducir las reformas no fue el definitivo de la DAM, sino la Posición común (CE) n.º 50/2002 aprobada por el Consejo el 19 de julio de 2002 con vistas a la adopción de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (DOCE C 228 E de 25-9-2002). Sin embargo, por lo que respecta al artículo 16 es irrelevante, dado que el texto definitivo es idéntico al que aparecía en la Posición Común.

(158) Los niveles de cooperación y asistencia exigibles a la CNMV se han elevado progresivamente en las sucesivas reformas del artículo 90 de la LMV. En su redacción original, la colaboración de la CNMV con otras autoridades se regulaba en el párrafo 2.º del artículo 90. El precepto resultaba demasiado escueto ya que sólo recogía un deber genérico de colaboración, limitado al intercambio de información. Además se daba gran importancia a la salvaguarda de las informaciones a transmitir, de forma que en el supuesto de que éstas tuviesen carácter confidencial sólo podrían suministrarse si existía reciprocidad y los organismos solicitantes y su personal estaban sometidos al secreto profesional en condiciones equiparables a las establecidas en España. El artículo 90 de la LMV fue reformado por el artículo 7.6 de la LRLMV de 1998, y pasó a dedicarse un apartado completo, el n.º 1, a la cooperación con las autoridades extranjeras. La cooperación se contempla de forma más amplia y se admiten fórmulas distintas al mero intercambio de información. Tras la reforma se fijan dos niveles de cooperación: uno más estrecho, con las autoridades de los países miembros de la UE, y otro con el resto de países, exigiéndose en este caso reciprocidad y que las autoridades extranjeras estén sometidas al secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas en las leyes españolas.

exigibles se incrementan en cada escalón. Considero inadecuado que se aborde la cooperación de forma fragmentaria. En mi opinión es más acertada la fórmula empleada por el Derecho italiano en el artículo 4 del TUF, que regula la cooperación de forma global.

A continuación analizamos cada uno de estos niveles.

*a) El genérico deber de cooperación con las autoridades extranjeras*

El artículo 90.2 *in fine* de la LMV se refiere a un genérico deber de colaboración entre la CNMV y otros organismos y autoridades extranjeras. Este deber se contempla con carácter residual. El artículo 90, tras haber dedicado dos largos apartados, 1 y 2, a la cooperación en materia de supervisión, inspección y sanción en general, y a la cooperación para la persecución de los abusos de mercado; en particular, termina su apartado segundo con un párrafo con el siguiente texto: "Todo lo anterior se entiende sin perjuicio del deber general de colaboración con otros organismos y autoridades extranjeras en relación con el resto de materias reguladas en esta Ley".

En el aspecto formal, es criticable la ubicación del texto. El deber general de colaboración debió fijarse al comienzo del artículo 90 de la LMV. Por otro lado, frente al detalle con el que se regula la cooperación en los otros dos niveles, aquí la norma resulta muy parca y plantea numerosos interrogantes.

En primer lugar, es necesario precisar con quién está obligada a colaborar la CNMV. De la redacción del texto se desprende que con cualquier organismo o autoridad extranjera, y por lo tanto no sólo con autoridades con competencias análogas a las suyas. La generalidad con que se ha regulado obliga a la CNMV a cooperar, por ejemplo, con autoridades fiscales o judiciales de cualquier país [159].

En segundo lugar, y por lo que respecta al objeto de la colaboración, ésta versará sobre cualesquiera materias reguladas en la LMV, con excepción de la supervisión e inspección que tiene su propio régimen recogido en los apartados 1 y 2 del artículo 90 de la LMV.

Finalmente la colaboración parece contemplarse sin restricciones, ya que no se prevén supuestos específicos en los que pueda denegarse, ni se regulan los

---

[159] También en Italia se prevé que la CONSOB y la Banca de Italia colaboren con cualquier autoridad extranjera, ya sea con competencias análogas a las de estos organismos, ya se trate de otras autoridades administrativas o judiciales. Así se desprende del artículo 4 del TUF. En cambio, en Francia, la AMF sólo está obligada a cooperar con autoridades de Estados extranjeros que ejerzan competencias análogas a las suyas (artículo L 621-21 *Code Monétaire et Financier*).

procedimientos y medios para que se haga efectiva. Se nos plantean así varios interrogantes: ¿La colaboración debe consistir exclusivamente en el intercambio de información o caben otras fórmulas? ¿Está obligada la CNMV a utilizar todos sus poderes y facultades en beneficio de una autoridad extranjera?

En nuestra opinión, la intención del legislador es dejar al libre arbitrio de la CNMV la decisión de cooperación en todas aquellas materias que no sean la inspección y supervisión de los mercados, utilizando para ello los medios que estime oportunos. La vaguedad del precepto permite que sea la CNMV quien discrecionalmente decida si da curso o no a la petición realizada por una autoridad extranjera y en qué condiciones.

En primer lugar, es posible que la cooperación consista en la transmisión de información, fórmula por excelencia de cooperación. Sin embargo, de una lectura atenta y completa del artículo 90 de la LMV se desprende que la colaboración de la CNMV se limitará a la comunicación de informaciones de carácter público. Conforme al artículo 90 apartados 4 y 5 de la LMV, la CNMV y todo su personal tienen una obligación de secreto, teniendo prohibida la divulgación de informaciones o datos confidenciales que hayan recibido en el ejercicio de sus funciones, excepto en los supuestos previstos en el artículo 90.6 de la LMV. El apartado 6 del artículo 90 de la LMV no contempla como excepción al deber de secreto la posibilidad de transmisión de informaciones a organismos o autoridades extranjeras, al margen de procedimientos de supervisión o inspección. Tienen el carácter de informaciones públicas todas las contenidas en los registros oficiales, mencionados en el artículo 92 de la LMV, que la CNMV está obligada a mantener. También podrá transmitir la CNMV todas aquellas informaciones que, teniendo inicialmente un carácter reservado, hayan sido posteriormente divulgadas por los interesados (artículo 90.4 *in fine* de la LMV), así como las que aún permanezcan reservadas si consienten expresamente en ello los interesados [artículo 90.6.a) de la LMV].

También son posibles fórmulas de cooperación distintas al intercambio de información, como puede ser la asistencia técnica a países en vías de desarrollo, mediante el envío de personal que realice funciones de asesoramiento o la puesta en marcha de programas de formación, etc. Por ejemplo, en 2002, la CNMV puso en marcha un programa de visitas, dirigido a funcionarios de organismos supervisores de países iberoamericanos, donde se les informaba sobre la organización de los mercados financieros españoles y sobre el funcionamiento de la CNMV [160]. Así mismo, la CNMV tiene firmados varios MOU's

[160] Véase CNMV, *Memoria de la CNMV. Informe anual sobre sus actividades, 2002*, pp. 112-113.

cuyo objetivo es la prestación de asistencia técnica [161]. También en este campo de la asistencia técnica hay que enmarcar el programa Phare de apoyo en materia de mercado de valores a los países que se incorporaron a la Comunidad Europea en el año 2004. El programa Phare, o de gemelaje, consiste en que las autoridades de mercado de valores de los antiguos miembros de la Comunidad Europea han acompañado y asistido a sus homólogos de países de reciente adhesión (tanto antes como después de su integración) para ayudarles a incorporar el acervo comunitario en materia de mercado de valores [162].

*b) La cooperación en materia de inspección, supervisión y sanción de conductas irregulares*

En un siguiente nivel se encuentra la cooperación en materia de supervisión e inspección, de la cual se ocupa con bastante detalle el apartado 1 del artículo 90 de la LMV, que establece un deber genérico de cooperación con las autoridades de los mercados financieros de Estados extranjeros con funciones de supervisión e inspección. La cooperación es posible con cualesquiera autoridades que tengan funciones de supervisión o inspección de los mercados financieros, de las instituciones financieras o de los intermediarios financieros (entidades encargadas de la supervisión de entidades de crédito, de empresas de seguros, de otras instituciones financieras y de los mercados financieros, o de la gestión de los sistemas de garantía de depósito o de indemnización a los inver-

---

[161] Así, por ejemplo, el MOU firmado con la Comisión Nacional de Valores de Argentina el 25 de junio de 1992, y ampliado a través del MOU de 22 de junio de 1993, el MOU con la Superintendencia de Valores de Colombia de 25 de octubre de 1993, el MOU con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México de 14 de junio de 1994, el MOU con la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y de Valores de Perú de 20 de octubre de 1994, el MOU con la Superintendencia de Valores de Bolivia de 4 de noviembre de 1997, o el MOU con la Superintendencia de Compañías de Ecuador de 4 de noviembre de 1997. El texto de estos acuerdos puede consultarse en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y en la página web de la IOSCO (www.iosco.org).

[162] En el marco de este programa Phare, la COB francesa prestó su apoyo y su colaboración a la autoridad polaca (la KPWiG), consistente en el envío de expertos a Polonia, la celebración de seminarios y sesiones de formación y visitas de las autoridades polacas. Véase AMF, *Rapport Annuel 2003*, p. 58. Por su parte, la CONSOB apoyó y asistió a la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios rumana hasta septiembre de 2003 y a partir de ese momento pasó a colaborar con la autoridad checa. La asistencia consistió en la presencia de un funcionario de la CONSOB destacado en las Comisiones de ambos países, en la impartición de seminarios y conferencias y en la acogida de funcionarios y personal de las autoridades de Rumania y República Checa para mejorar su formación. Véase CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, pp. 143-144.

sores) (163). Las posibilidades de cooperación son más amplias que las de otros países que limitan la prestación de asistencia a sus homólogos extranjeros, esto es, a las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores (164). Es posible, por tanto, la cooperación con autoridades bancarias o de seguros extranjeras.

---

(163) Así se desprende de una interpretación conjunta de los dos primeros párrafos del artículo 90.1 de la LMV. Antes de la reforma introducida por la LRSF, el artículo 90.1 de la LMV se refería a la colaboración con autoridades que tuviesen encomendadas funciones semejantes a las de la CNMV en Estados extranjeros. La LRSF cambió el texto del precepto, que ahora se refiere a la colaboración con las autoridades competentes de Estados extranjeros. A continuación el precepto regula los acuerdos de colaboración que pueden suscribirse con cualesquiera entidades encargadas de la supervisión de los mercados financieros. En consecuencia, el término autoridades competentes extranjeras debe interpretarse como autoridades u organismos de terceros países encargados de la función pública de supervisión de las entidades de crédito, de las empresas de seguros, de otras instituciones financieras y de los mercados financieros, o de la gestión de los sistemas de garantía de depósito o indemnización de los inversores. No cabe otra interpretación, puesto que no tendría ningún sentido que la CNMV pudiese celebrar acuerdos de cooperación con cualesquiera autoridades de los mercados financieros y que luego sólo pudiese prestar su asistencia a las autoridades encargadas de la supervisión de los mercados de valores. En definitiva, la CNMV debe colaborar con cualesquiera entidades u organismos que ejerzan funciones de supervisión de los mercados, las instituciones o los intermediarios financieros.

(164) Así por ejemplo, la sección 21 (a) 2 SEA norteamericana limita la cooperación a las *"foreign securities authorities"*, que son definidas en la sección 3 (a) 50 SEA como aquellas administraciones u órganos administrativos o autoridades independientes encargadas de administrar o asegurar el cumplimiento de las normativas relacionadas con los mercados de valores (*"foreign government, or any government body or regulatory organization empowered by a foreign government to administer or enforce its laws as they relate to securities matters"*). El artículo L. 621-21 *Code Monétaire et Financier* francés y el artículo 25 del *Decret* n.º 2003-1109, de 21 de noviembre de 2003, relativo a la Autoridad de los Mercados Financieros se refieren exclusivamente a las autoridades con competencias análogas a las de la AMF. También resulta más restrictivo que nuestro ordenamiento el británico, puesto que la sección 354 de la FSMA sólo prevé la cooperación con autoridades que tengan funciones similares a las de la FSA. Además la sección 195 de la FSMA, al definir en su apartado 3 el concepto de regulador extranjero (*overseas regulator*) que se aplica a efectos de cooperación (cfr. sec. 169.13 que reenvía a la sección 195), considera como tal a la correspondiente autoridad reguladora estatal y a cualquier autoridad que ejerza funciones relacionadas con los mercados de valores y que resulten análogas a las ejercidas por las autoridades británicas del mercado de valores. En cambio, la normativa italiana utiliza unos términos amplios, pues sólo se refiere en el artículo 4 del TUF a "autoridades competentes", que podrían considerarse equivalentes a la normativa española. La normativa portuguesa resulta ambigua. De un lado, el artículo 353.2 del *Código dos Valores Mobiliários* parece ofrecer amplias posibilidades de cooperación e intercambio de información, ya que permite a la CMVM cooperar con autoridades extranjeras que ejerzan funciones de supervisión y regulación del sistema financiero en general, lo que permitiría por ejemplo que la CMVM cooperase con autoridades de supervisión o regulación del mercado bancario o del mercado de seguros. Pero, en cambio, el artículo 376.1 del mismo Código limita la cooperación de la CMVM a instituciones *"congéneres ou equiparadas"* de otros países.

La cooperación se fundamenta en el intercambio de información, y así se especifica que la CNMV "podrá comunicar informaciones relativas a la dirección, gestión, solvencia y propiedad de las empresas de servicios de inversión, y demás entidades registradas, así como las que contribuyan a una mejor supervisión de los mercados de valores o sirvan para evitar, perseguir o sancionar conductas irregulares" (artículo 90.1 de la LMV). Quizás en este punto debió completarse la norma señalando que no será necesaria la doble incriminación de la conducta para asistir a otra autoridad (165). Dado que el precepto sólo se refiere a conductas irregulares, queda la duda de si tal irregularidad deberá calificarse a la luz de la normativa española o de la aplicable en el país de la autoridad requirente. Para que la asistencia sea lo más eficaz propongo que se acoja la segunda interpretación, ya que expresamente no se prohíbe la comunicación de información cuando los hechos no constituyan infracción en España.

La transmisión de información sólo puede denegarse en tres casos muy concretos (166):

— si la información puede perjudicar la soberanía, la seguridad o el orden público,

— si se ha incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades españolas,

— si ha recaído sentencia firme sobre los mismos hechos y respecto de las mismas personas a las que se refiere la solicitud.

La primera es una excepción clásica en la cooperación internacional a cualquier nivel y las dos siguientes dan cumplimiento al principio *non bis in idem* en el ámbito internacional. Se trata de evitar que una misma persona sea sancionada en dos países diferentes por los mismos hechos. No obstante, debe ponerse de manifiesto que sólo se hace referencia a la existencia de un procedimiento o una sentencia emanada de un órgano judicial, pero no a la existencia de un procedimiento o una resolución administrativa sancionadora. En conse-

(165) Así lo especifica, por ejemplo, la sección 21 (a) 2 SEA norteamericana: *"Such assistance may be provided without regard to whether the facts stated in the request would also constitute a violation of the laws of the United States"*.

(166) Estas excepciones se introducen por la LRSF, que en su artículo 3 da nueva redacción al artículo 90.1 de la LMV. Proceden del artículo 16.2, 2.º párr. de la DAM. Estas excepciones ya eran conocidas en el Derecho francés, de donde las tomó la Directiva. Así, ya existían en el artículo 5 bis de la *Ordonnance* de 1967, tras la reforma operada por la Ley n.º 89-531 de 2 de agosto de 1989. El texto pasó sin modificaciones al artículo L. 621-21, 4.º párr. *Code Monétaire et Financier.*

cuencia, la CNMV podría comunicar informaciones relativas a personas y hechos sobre los que ella misma está instruyendo un proceso administrativo sancionador, e incluso con relación a hechos ya sancionados por la propia Comisión, aun cuando la sanción fuese firme. Podría suceder que con base en las informaciones transmitidas la autoridad extranjera también imponga una sanción administrativa o incluso penal por los mismos hechos. Pensemos por ejemplo en un estadounidense que a través de un intermediario con sede en Nueva York da una orden de compra de acciones de una sociedad española cotizada en el mercado continuo estando en posesión de información privilegiada sobre una futura OPA. Puesto que tanto en España como en Estados Unidos se utilizan de forma conjunta los criterios del efecto y la actividad, la conducta podría ser doblemente sancionada en EE.UU. y en España.

El legislador debió ser más cuidadoso y contemplar entre las excepciones a la prestación de asistencia la doble sanción administrativa. Así lo prevén los MOU's más relevantes, como por ejemplo el artículo 3.3 del Acuerdo Multilateral del CESR o el artículo 6.e.ii del *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, de 2002, auspiciado por la IOSCO, ambos firmados por la CNMV. En ellos se admite que la autoridad requerida rechace la petición de asistencia tanto cuando se ha iniciado un procedimiento judicial por los mismos hechos y circunstancias como cuando las mismas personas hayan sido previamente sancionadas administrativamente por los mismos hechos por parte de las autoridades competentes en la jurisdicción de la Autoridad requerida. También el artículo 621-21 *Code Monétaire et Financier* francés permite a la AMF denegar la asistencia cuando sobre los sujetos implicados haya recaído sanción administrativa firme por los mismos hechos [(167)].

A estas excepciones a la prestación de asistencia deben añadirse otras dos, cuando las informaciones solicitadas tengan la consideración de reservadas; a saber: la existencia de reciprocidad y la garantía de confidencialidad por parte de la autoridad solicitante.

La prestación de asistencia y la remisión de informaciones están condicionadas a la existencia de reciprocidad cuando se trate de informaciones reserva-

(167) En todo caso, y conforme al artículo 25 del *Décret n.º 2003-1109*, de 21 de noviembre de 2003, la AMF deberá informar a su homólogo comunitario o perteneciente al Espacio Económico Europeo sobre el procedimiento iniciado o sobre la decisión definitiva que ha recaído en el caso.

das [168]. Conforme al artículo 90.7 letra j) de la LMV, la CNMV sólo podrá facilitar informaciones reservadas a otros organismos o autoridades con funciones de supervisión en los mercados financieros, si existe reciprocidad. La exigencia de reciprocidad también existe en otros ordenamientos como, por ejemplo, el estadounidense, el francés, el británico o el portugués [169]. En cambio, el ordenamiento italiano no condiciona la prestación de asistencia por parte de la CONSOB a la existencia de reciprocidad [170].

La última condición para la prestación de asistencia, cuando verse sobre información reservada, es que los organismos y autoridades solicitantes estén sometidos a obligaciones de secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las leyes españolas [artículo 90.7, letra j) de la LMV] y en concreto en condiciones similares a las previstas en el propio artículo 90 de la LMV. Esta es una excepción clásica a la prestación de

---

[168] En la redacción anterior del precepto, procedente de la LRLMV, el apartado 1 no establecía límites para la cooperación entre las autoridades comunitarias. En cambio, en el caso de que quien solicitase la asistencia fuese una autoridad extracomunitaria, se exigía la reciprocidad —para las autoridades de la Unión Europea, en realidad se presumía la reciprocidad—.

[169] La sección 21 (a) 2 SEA norteamericana señala que la SEC considerará al decidir si presta su asistencia el hecho de que la autoridad requirente preste asistencia a la SEC. La normativa francesa, ya en la primera regulación de la cooperación con autoridades extranjeras en materia de supervisión e inspección contenida en el artículo 5 bis, párrafo 1 de la *Ordonnance* de 1967, redactado según la Ley n.º 89-531 de 2 de agosto de 1989, exigía reciprocidad en la prestación de asistencia a las autoridades extracomunitarias. La exigencia de reciprocidad se ha mantenido en el artículo 621-21 *Code Monétaire et Financier,* si bien limitada a los países extracomunitarios. También la sección 169.4 y la sección 195.6.a) de la FSMA británica contemplan la reciprocidad como uno de los parámetros a valorar para decidir si la FSA presta su asistencia a una autoridad extracomunitaria. El artículo 373 del *Código dos Valores Mobiliários* portugués establece como uno de los principios que rigen la cooperación de la CMVM con otras autoridades el principio de reciprocidad.

[170] Véase el artículo 4 del TUF, donde se prevé que la CONSOB colabore con las autoridades extranjeras, de países comunitarios o no. No obstante, debe hacerse notar que en el caso de las autoridades comunitarias o de países miembros de la Unión esa colaboración es obligatoria (el artículo 4.2 emplea la expresión "collaborano"), mientras que en el caso de los países extracomunitarios la prestación de asistencia es potestativa (el artículo 4.3 emplea la expresión "possono cooperare"). En la práctica eso supone que queda a la discrecionalidad de la CONSOB el cooperar o el no hacerlo. Uno de los criterios que podría emplear en la adopción de tal decisión sería la existencia de reciprocidad.

asistencia que se prevé en otros ordenamientos como el francés, el británico, el italiano o el portugués [171].

Las informaciones transmitidas deben tener su origen en nuestro país. Así, el artículo 90.1 de la LMV establece en su segundo párrafo que no pueden transmitirse a un tercer Estado informaciones que tengan su origen en otro Estado miembro del Espacio Económico Europeo, excepto si da su conformidad la autoridad que facilitó la información y, en su caso, para la exclusiva finalidad para la que dio su conformidad. El precepto se refiere sólo a las informaciones recibidas de autoridades pertenecientes a un Estado miembro del Espacio Económico Europeo, pero la situación es idéntica cuando la información proviene de otros Estados [172]. El intercambio de información con Estados no miembros del Espacio Económico Europeo se realiza a través de los MOU's, y en ellos se contempla habitualmente la necesidad de que la información se utilice exclusivamente para los fines de inspección y supervisión para los que se ha solicitado, así como la obligación de secreto que pesa sobre elllas [173].

Como ya hemos visto, el artículo 90.1 de la LMV fundamenta la cooperación en materia de inspección y supervisión, en el intercambio de información, con las salvedades que hemos detallado. Sin embargo no se especifica si la CNMV puede transmitir sólo aquellas informaciones que figuren en sus archivos y registros o si también puede transmitir otras informaciones que recabe a petición de la autoridad extranjera, utilizando para ello los poderes de inspección y supervisión que posee. La pregunta es si la CNMV puede conducir una investigación con el objeto de obtener información para una autoridad extranjera. Esta posibilidad se contempla expresamente en el artículo 90.2 de la LMV para la persecución de los abusos de mercado en el seno de la Unión Europea,

---

[171] Véase el artículo 621-21 *Code Monétaire et Financier*, el parágrafo 169.8 de la FSMA, el artículo 4.5 bis del TUF y el artículo 373 del *Código dos Valores Mobiliários* respectivamente, donde se recoge, en términos muy similares a la regulación expañola, la condición de mantener una normativa sobre secreto profesional similar a la nacional para prestar asistencia a una autoridad extranjera. No obstante, en el ordenamiento italiano, tras la reforma operada por la Ley n.º 62-2005, por la que se implementa la DAM, se ha rebajado esta exigencia, dado que ya no es necesario que las normas en materia de secreto sean equivalentes a las italianas, sino que basta con que existan normas de secreto en el otro país.

[172] En Italia, el artículo 4.4 del TUF prevé expresamente que las informaciones recibidas de una autoridad extranjera, comunitaria o no, no pueden ser transmitidas a terceros, excepto si da su conformidad la autoridad que facilitó la información.

[173] Véanse por ejemplo los artículos 10 y 11 del *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, de 2002, o los artículos 5 y 6 del *Memorándum de entendimiento entre la SEC de Estados Unidos y la CNMV de España para la realización de consultas y la cooperación en la aplicación de las disposiciones legales relativas a los mercados de valores*, de 8 de julio de 1992.

pero no se hace ninguna mención en relación con el resto de tareas de inspección y supervisión.

Pese a que no se recoja expresamente, del texto del propio apartado 1 del artículo 90 de la LMV se deduce que la CNMV puede llevar a cabo inspecciones, tomar testimonios, obtener documentos y en general ejercitar todas las facultades de inspección e investigación recogidas en el artículo 85 de la LMV, a favor de una autoridad extranjera. Aunque de forma un tanto confusa, el artículo 90.1 de la LMV comienza señalando que "en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección previstas en la presente y demás leyes la CNMV colaborará con las autoridades competentes de Estados extranjeros", de donde se deduce que la CNMV puede utilizar todos sus poderes de supervisión e inspección al servicio de la obtención de información para otras autoridades, con los límites que recoge el propio precepto. Además, y en apoyo de esta interpretación, debemos tener en cuenta que el precepto continua diciendo: "En particular, podrá comunicar informaciones...". Al utilizar el término "en particular" se infiere que la comunicación de informaciones es sólo una de las fórmulas de colaboración, la más importante, pero no la única. A esto se añade que en la práctica la CNMV realiza investigaciones por cuenta de sus homólogos extranjeros en virtud de los acuerdos contraídos a través de los MOU que tiene firmados.

En todo caso, hubiese sido deseable que las previsiones sobre las solicitudes de investigación que contiene el artículo 90.2 de la LMV tan sólo en relación con la persecución de los abusos de mercado se hubiesen situado en el apartado primero con referencia a la cooperación en el ámbito de la supervisión, inspección y sanción de las conductas irregulares en los mercados.

> Así ocurre en otros ordenamientos. La normativa británica regula el ejercicio de los poderes de investigación e inspección por cuenta de autoridades de supervisión extranjeras (sec. 169 de la FSMA), e incluso el ejercicio de sus poderes de intervención (sec. 195 de la FSMA). También la sección 21 (a) 2 SEA norteamericana prevé la posibilidad de que la SEC emprenda una investigación para obtener información u otras pruebas para dar cumplimiento a la petición de asistencia de una autoridad extranjera. La normativa francesa también recoge de forma general, en el artículo 621-21 *Code Monétaire et Financier* y en el artículo 25 del *Décret n.º 2003-1109,* de 21 de noviembre de 2003, la posibilidad de llevar a cabo una investigación a petición de una autoridad extranjera. El artículo 4.7 del TUF permite a la CONSOB italiana el ejercicio de todos los poderes que le confiere el ordenamiento para cooperar con otras autoridades a petición de éstas. Así puede efectuar investigaciones por cuenta de autoridades extranjeras en territorio italiano.

En la práctica la cooperación en materia de inspección y supervisión con otros reguladores extranjeros se lleva a cabo a través de una unidad específica de la CNMV, la conocida como Unidad de apoyo internacional, integrada en el

área de inspección de la Dirección de supervisión. Esta unidad comenzó a funcionar en 2001 y su actividad consiste en gestionar los intercambios de información y la prestación de asistencia en investigaciones a otros reguladores en el área de inspección (174). Además esta unidad participa, en nombre de la CNMV, en los foros internacionales de reguladores (CESR e IOSCO, principalmente) en los que se traten asuntos relacionados con la inspección y el intercambio de información.

*c) Un supuesto especial de intensa cooperación. La cooperación en la persecución y sanción de los abusos de mercado en el seno de la Unión Europea*

Finalmente, el máximo nivel de cooperación es el previsto en el artículo 90.2 de la LMV para la persecución de los abusos de mercado dentro de la Unión Europea. Este apartado fue introducido por la LRSF y contempla medidas especiales de asistencia, implementando las previsiones de la DAM.

Debe destacarse que la cooperación en materia de persecución y sanción de los abusos de mercado se centraliza a través de la CNMV. Así, y conforme a lo dispuesto en el último párrafo del artículo 90.2 de la LMV, todas las solicitudes de información y de asistencia que realicen o reciban las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercado de valores se tramitarán a través de la CNMV. Con ello se da cumplimiento al principio de autoridad administrativa única sentado por el artículo 11 de la DAM y que se refiere no sólo a la responsabilidad final de supervisar el cumplimiento de las disposiciones adoptadas al implementar la Directiva, sino también a la cooperación internacional (175). En consecuencia, las autoridades extranjeras no pueden solicitar la cooperación de los correspondientes órganos de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercado de valores, sino que deberán dirigirse siempre a la CNMV, quien en su caso solicitará la cooperación de los órganos de las Comunidades Autónomas cuando sea pertinente. De igual modo las Comunidades Autónomas con competencias no pueden recabar la asistencia de las autoridades extranjeras, sino que deben solicitarlo a la CNMV, quien tramitará su petición.

---

(174) Peticiones cursadas y recibidas por la Unidad de apoyo internacional en sus cuatro primeros años de funcionamiento.

(175) El considerando 36 de la Directiva señala que "debe designarse en cada Estado miembro una autoridad competente única que asuma, por lo menos, la responsabilidad final de supervisar el cumplimiento de las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva, así como la colaboración internacional".

En la persecución de los abusos de mercado que se produzcan en el seno de la Unión Europea podrán utilizarse todos las vías de cooperación existentes para la persecución de los ilícitos bursátiles, que ya hemos analizado en el apartado anterior. Y además y junto a éstas, se prevén tres nuevas medidas: la obligación de denuncia de las infracciones de que se tenga conocimiento, la posibilidad de solicitar la realización de investigaciones y las investigaciones conjuntas a través del desplazamiento de personal de la autoridad que solicita la cooperación. Resulta criticable que estas medidas no se hayan extendido a la persecución de cualquier infracción bursátil, al menos en el ámbito de la Unión Europea. E incluso podrían haberse extendido a la cooperación con países extracomunitarios, bajo el requisito de reciprocidad, tal y como se ha hecho en otros ordenamientos como el italiano (176). Máxime si tenemos en cuenta que en la práctica algunos de estos mecanismos se usan por los reguladores de forma voluntaria al amparo de los MOU's. Por ello hubiese sido razonable darles cobertura legal y que el legislador reconociese y diese carta de naturaleza a una cooperación que ya existe de hecho y que además funciona satisfactoriamente. Así, con relación a la prestación de servicios financieros por entidades no autorizadas el CESR ha puesto en marcha, en 2003, un sistema de comunicación automático para distribuir alertas sobre entidades no autorizadas a prestar servicios de inversión y que, sin embargo, están ofreciendo tales servicios. De esta forma el descubrimiento de uno de estos "chiringuitos financieros" por una autoridad supervisora pone en alerta a todas las autoridades de la Comunidad Europea. Esto supone que, de hecho, la CNMV está comunicando a sus homólogos comunitarios una conducta perseguible, que no constituye abuso de mercado, sin cobertura legal, puesto que en teoría la CNMV sólo está obligada por ley a comunicar el descubrimiento de conductas que puedan constituir abuso de mercado.

El artículo 90.2 de la LMV establece en su primer párrafo la obligación de la CNMV de poner en conocimiento de las autoridades competentes de otros Estados miembros que se están realizando o se han realizado actos contrarios a lo dispuesto en los artículos 81, 82 y 83 ter de la LMV o su normativa de desarrollo, a fin de que adopte las medidas oportunas. Se consagra la obligación de comunicar información no solicitada con relación a la comisión de abusos de mercado. La redacción es poco afortunada, ya que en una interpretación literal parece que la CNMV sólo deba comunicar la realización de actos que supongan una violación de la normativa española sobre abuso de mercado. La DAM, en su artículo 16.3, lo que exige es que los Estados miembros se comuniquen

(176) El artículo 4.7 del TUF introducido tras la reforma operada por la Ley n.º 62-2005 permite a la CONSOB llevar a cabo investigaciones por cuenta de autoridades comunitarias o extracomunitarias e incluso que personal de la autoridad solicitante de la investigación acompañe al personal de la CONSOB durante el desarrollo de la investigación.

cualquier información relativa a actos que supongan un abuso de mercado en general, y no con arreglo a una normativa específica. De tal modo que la CNMV viene obligada a comunicar a las autoridades competentes de otro Estado comunitario todas las actuaciones de que tenga conocimiento que puedan implicar una violación de las normas sobre abuso de mercado, aun cuando ella no sea competente para sancionarlas. Es necesario reinterpretar ese primer párrafo del artículo 90.2 de la LMV poniéndolo en conexión con el artículo 90.1 de la LMV, que obliga a la CNMV a comunicar a las autoridades extranjeras todas las informaciones que sirvan para evitar perseguir o sancionar conductas irregulares. Por lo tanto, la CNMV debe comunicar todos los hechos que a su juicio puedan constituir un abuso de mercado. De hecho, los diversos MOU's que tiene firmados la CNMV en materia de cooperación para la supervisión contemplan la prestación de asistencia no solicitada, comunicando informaciones que se considere pueden resultar de ayuda para asegurar el cumplimiento de la normativa aplicable en las respectivas jurisdicciones (177). Además, la CNMV acostumbra a comunicar este tipo de informaciones.

> A modo de ejemplo, a finales del año 2001 la CNMV sospechó de que pudiesen haberse producido abusos de información privilegiada con valores de la sociedad Endemol cotizados en la Bolsa de Amsterdam, días antes de la adquisición de Endemol por parte de Telefónica. La sospecha se produjo al observar la existencia de movimientos anormales en la cotización y el volumen de negociación de Endemol en la Bolsa de Amsterdam. La CNMV comunicó sus sospechas al STE (organismo supervisor de las Bolsas en Holanda), pese a que no parecía que se hubiese vulnerado la normativa española sobre abuso de información privilegiada, sino solamente la holandesa, al haberse realizado las conductas en el mercado holandés (178).

Tras la comunicación, el artículo 90.2 de la LMV prevé que las autoridades implicadas mantengan un contacto estrecho, comunicándose los progresos en las investigaciones y el resultado final de ellas, así como las medidas adoptadas. Se salva así el inconveniente de la fragmentación nacional de la supervisión y sanción de los abusos de mercado, que facilita el desarrollo de los abusos de mercado transnacionales. Se trata de aunar los esfuerzos de las autoridades

---

(177) Véase a modo de ejemplo el artículo 13 del *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information,* 2002, auspiciado por la IOSCO, o el artículo 8 del *Memorándum de entendimiento entre la SEC de Estados Unidos y la CNMV de España para la realización de consultas y la cooperación en la aplicación de las disposiciones legales relativas a los mercados de valores,* de 8 de julio de 1992.

(178) Los datos sobre esta comunicación se han obtenido de la información publicada por el diario *El Mundo* con fecha 4-12-2001.

supervisoras, para que la persecución de estas conductas a través de las fronteras sea tan fluida como su comisión.

También como novedad se recoge la posibilidad de que la CNMV realice investigaciones por cuenta de sus homólogos comunitarios, o bien que sea ella quien solicite a otras autoridades la realización de labores de supervisión. Aunque en realidad no es tal la novedad, pues como ya vimos en el apartado anterior la CNMV puede realizar investigaciones por cuenta de autoridades extranjeras para la evitación, persecución y sanción de cualesquiera conductas irregulares y no sólo los abusos de mercado, y por cuenta de cualquier autoridad extranjera.

Sí que constituye en cambio un avance sustancial la previsión relativa al desarrollo de investigaciones conjuntas. Así, la CNMV puede solicitar, a la Autoridad a la que se ha pedido que investigue los hechos, que permita que miembros de su personal acompañen a los de dicha Autoridad. Así mismo, y en sentido inverso, la CNMV aceptará que su personal esté acompañado del personal de la Autoridad requirente. La solicitud sólo puede denegarse por las causas tasadas que prevé el propio artículo 90.2 de la LMV en su tercer párrafo, y que son las mismas que sirven para el rechazo de las solicitudes de información, a saber: si la petición puede ir en perjuicio de la soberanía, la seguridad o el orden público, o bien si la petición podría dar lugar a la vulneración del principio *non bis in idem* en el plano internacional, porque ya se ha iniciado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades españolas o ya ha recaído sentencia firme.

El control de la investigación corresponde siempre a la autoridad del país en el que se desarrolla. De hecho algunos ordenamientos como el británico, el francés o el portugués han recogido expresamente en su normativa el principio de control de la investigación por la autoridad nacional [(179)].

[(179)] Por ejemplo, en Gran Bretaña, de la sección 169 de la FSMA se desprende que la investigación siempre estará dirigida por la FSA, aunque conforme al apartado 7 de dicha sección pueda participar en ella personal de la autoridad extranjera. En Portugal, donde se regula expresamente la posibilidad de participación de personal de la autoridad solicitante de la cooperación, se prevé que dicha participación tenga carácter subordinado, esto es, que esté sometida el control de la CMVM. Véase el artículo 376.3 *Código dos Valores Mobiliários*. En Francia, el artículo 25 del *Décret n.º 2003-1109*, de 21 de noviembre de 2003, recoge expresamente la posibilidad de realizar investigaciones conjuntas, pero siempre bajo el control de la AMF. La propia norma señala que los investigadores de la autoridad demandante de cooperación puedan "acompañar" a los investigadores de la AMF. El ordenamiento italiano no declara expresamente que la investigación la dirigirá la CONSOB, pero del tenor literal del artículo 4.7 del TUF se desprende que así ha de ser, puesto que señala que la CONSOB puede permitir que el personal de la autoridad extranjera acompañe a su propio personal.

En principio, tanto el artículo 16 de la DAM como el artículo 90.2 de la LMV se refieren tan sólo a la posibilidad de acompañamiento por el personal de la otra autoridad comunitaria implicada en la investigación. En nuestra opinión, ese acompañamiento debe entenderse en sentido amplio, permitiendo no sólo la presencia de esas personas, sino también su participación activa en la investigación. En este sentido debe permitírseles la propuesta de actividades a realizar o documentos a obtener, e incluso plantear preguntas en las tomas de declaración. Lógicamente la solicitud de documentos, libros o registros e informaciones a personas físicas o jurídicas, la toma de declaraciones y en general las actuaciones de comprobación o investigación sólo podrá realizarlas el personal de la CNMV, pues sólo ellos están dotados del *imperium* necesario. Pero eso no obsta para que, como hemos explicado, el personal de la autoridad extranjera pueda participar en el diseño de la investigación. Una interpretación literal del texto, considerando que el personal de la autoridad extranjera sólo puede acompañar al de la CNMV como mudo espectador del desarrollo de la investigación, convierte en papel mojado la disposición. Si la autoridad extranjera no puede cooperar ni participar en la investigación no tiene sentido la previsión, pues los resultados serían los mismos que los que se obtienen con la mera comunicación de información, e indudablemente tanto la DAM como el nuevo texto del artículo 90.2 de la LMV, pretenden ir más allá auspiciando las investigaciones conjuntas.

De hecho, en Gran Bretaña, donde la sección 169 de la FSMA permite las investigaciones conjuntas, se prevé expresamente que el representante de la autoridad extranjera tome parte en cualquier interrogatorio relacionado con la investigación, recogiendo así la posibilidad de auténticas investigaciones conjuntas activas. También el artículo 376.3 *Código dos Valores Mobiliários* portugués aboga por una participación activa, puesto que permite a las autoridades extranjeras homologables a la CMVM participar, si bien de forma subordinada, en los actos de competencia de esta autoridad. Más restrictivos en cambio parecen el Derecho francés y el italiano, puesto que el artículo 25 del *Décret n.º 2003-1109*, de 21 de noviembre de 2003, y el artículo 4.7 del TUF, respectivamente, se limitan a señalar que la autoridad extranjera podrá solicitar que sus investigadores sean autorizados a acompañar a los investigadores de la AMF o de la CONSOB, según el caso. De ahí parece deducirse que el acompañamiento requiere de previa autorización (que podría ser denegada, aunque no se dice con base en qué criterios, ni conforme a qué procedimiento) y que la actividad de los investigadores extranjeros se limitará al "acompañamiento", esto es, a la observación pasiva de la investigación, sin intervención en ella.

Lo mismo sucede con las previsiones del artículo 9.d) *Multilateral MOU concerning consultation and cooperation and the exchange of information*, 2002, que propone una participación activa del representante en la autoridad requirente en las tomas de declaración llevadas a cabo por la autoridad requeri-

da, planteando cuestiones concretas que se preguntarán a cualquiera de los testigos. No sería coherente que la CNMV, que ha firmado el MOU, permitiese una participación activa del personal de autoridades extracomunitarias y que en cambio, a los representantes de las autoridades comunitarias, sólo les autorizase a un acompañamiento pasivo de su propio personal.

En el espíritu de la Ley está también que cuando sea la CNMV la que envíe personal al extranjero las personas seleccionadas sean aquéllas que estén más familiarizadas con el caso, para que sus aportaciones resulten de utilidad en las investigaciones llevadas a cabo por la autoridad extranjera.

## V. CONCLUSIONES

El imparable proceso de internacionalización de los mercados de valores, en el marco de la creciente globalización de la Economía, reporta numerosas ventajas para los emisores, los inversores, los intermediarios financieros y los propios mercados, pero también genera nuevos riesgos, como la sincronización de las crisis y el florecimiento de los ilícitos bursátiles transfronterizos.

La lucha contra los abusos de mercado transfronterizos requiere de una delimitación clara de los criterios que determinan la aplicación de las disposiciones del propio ordenamiento ante infracciones que presentan elementos de extranjería, y de la instauración de mecanismos de cooperación eficaces entre los entes encargados del control y supervisión de los mercados, tal y como propugna la IOSCO y exige la Directiva sobre abuso de mercado.

En el primer aspecto resulta muy positivo que el artículo 84.8 de la LMV haya complementado el principio de territorialidad que rige con carácter general en el Derecho administrativo sancionador con los criterios del efecto y la actividad, si bien este último restringido a los mercados comunitarios. El criterio del efecto, según el cual es competente para investigar y sancionar un supuesto de abuso de mercado la autoridad del mercado en que la conducta ha desplegado sus efectos, es el más adecuado para resolver los conflictos de competencia que surgen a la hora de sancionar casos de abuso de mercado con elemento extranjero.

El criterio de la actividad, según el cual es competente para sancionar la autoridad en cuyo territorio se ha producido la conducta ilícita (la negociación, comunicación o recomendación con base en información privilegiada o la conducta manipulativa), aun cuando los efectos de ésta se produzcan en otro mercado, debe aplicarse, en mi opinión, subsidiariamente. En primer lugar deben comunicarse los hechos a la autoridad del mercado en que tuvo efecto la conducta, y sólo si esta no adopta las medidas oportunas, por imposibilidad o dejación de funciones, procederá a sancionar la autoridad en cuyo mercado se realizó la actividad ilícita.

La lucha contra los abusos de mercado transfronterizos requiere de una intensa cooperación internacional entre los entes encargados del control y supervisión de los mercados. En el ámbito de la Unión Europea, las Directivas surgidas al calor del PASF imponen unos elevados estándares de cooperación y asistencia entre autoridades, instrumentada mediante el intercambio de información sin restricciones y la colaboración en las investigaciones, siendo posible incluso llevar a cabo investigaciones conjuntas de carácter transnacional.

La cooperación con países no miembros de la Unión Europea se articula esencialmente a través de los *Memoranda of Undestanding* (MOU). Se trata de acuerdos bilaterales o multilaterales, de carácter interadministrativo, generalmente no vinculantes, mediante los que se instrumenta la cooperación entre las autoridades de regulación y/o supervisión de los mercados de valores de distintos países, consolidando mecanismos de transmisión de información y reforzando la prestación de asistencia en las investigaciones en curso. Al mismo tiempo los MOU's multilaterales contribuyen notablemente a una armonización de los regímenes de supervisión, inspección y sanción.

La prestación de asistencia y cooperación por parte de la CNMV a otras autoridades extranjeras se regula en el artículo 90 de la LMV, que articula tres niveles de cooperación. En el primer y más genérico nivel, la CNMV está obligada a cooperar con cualesquiera autoridades extranjeras y con relación a cualquier asunto, mediante la comunicación de información de carácter público o mediante la asistencia técnica. En un siguiente nivel, la CNMV vendría obligada a cooperar con sus homólogos extranjeros en materia de inspección, supervisión y sanción de conductas irregulares, mediante el intercambio de información que sólo se puede denegar en supuestos excepcionales. Finalmente, la cooperación más intensa se reserva para la persecución y sanción de los abusos de mercado en el ámbito de la Unión Europea, ya que a los mecanismos de cooperación anteriores se añade la obligación de comunicación de las infracciones de que se tenga conocimiento, la posibilidad de solicitar el inicio de una investigación y la realización de investigaciones conjuntas. En mi opinión, los mecanismos de cooperación previstos para hacer frente a los abusos de mercado transnacionales deberían extenderse al resto de los ilícitos relacionados con los mercados de valores y a autoridades no comunitarias siempre que exista reciprocidad, puesto que *de facto* esta cooperación existe sobre la base de los MOU's. Además, el proceso de prestación de asistencia internacional debiera ser objeto de desarrollo mediante regulación reglamentaria para concretar alguna de las cuestiones apuntadas en este artículo.

Las infracciones relacionadas con los mercados de valores no conocen de límites territoriales y se cometen en muchas ocasiones al amparo del carácter nacional de las prohibiciones y de las autoridades encargadas de garantizar su cumplimiento. La normativa debe avanzar para que también los reguladores

puedan atravesar las fronteras y combatir en igualdad de armas las infracciones transnacionales. E incluso en la Unión Europea, donde se ha alcanzado un alto nivel de integración de los mercados financieros y de armonización legislativa, debería avanzarse hacia un régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo del CESR para las operaciones de ámbito comunitario, mediante un sistema de distribución de competencias entre el CESR y las autoridades nacionales similar al que ya existe en relación con los ilícitos competenciales.

# ORGANIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN CONFORME A LA DISCIPLINA JURÍDICA BANCARIA

DRA. CARMEN ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA

*Profesora de Derecho Mercantil. Universidad de Granada*

## SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. EL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE CRÉDITO: LA EVOLUCIÓN DEL PROCESO DE UNIFORMIDAD ENTRE SUS OPERADORES Y EL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN NORMATIVA EXPERIMENTADO.

III. EL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES: DE LA DISPERSIÓN NORMATIVA HACIA EL PROCESO DE HOMOGENEIZACIÓN.

IV. ORIENTACIÓN DEL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA DISCIPLINA JURÍDICA BANCARIA.

**1. Noción.**

**2. Habilitación para su constitución.**

**3. Protección frente al intrusismo.**

**4. Régimen de participaciones significativas.**

**5. Autorización válida para operar en toda la Comunidad Europea y sistema de vigilancia.**

**6. Supervisión del coeficiente de solvencia.**

**7. El Fondo de Garantía de Inversiones.**
**8. La actividad de colaboración y representación.**
**9. Normas de supervisión, inspección y sanción.**

V. CONCLUSIONES.

## I. INTRODUCCIÓN

La especialización es una característica de las actividades financieras ante la necesidad de tener que delimitarse las materias para que se proceda a un adecuado reparto de competencias entre las distintas autoridades públicas de supervisión (1) y ante la exigencia de querer otorgar de una fuerza identificadora tal a los intermediarios financieros (2) que permita distinguirlos en su actuación con respecto a la efectuada por los demás operadores en un mercado financiero donde caen las fronteras en relación con su operatividad.

(1) Desde el mercado de valores, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la incoación e instrucción de expedientes, la imposición de sanciones por infracciones graves y leves, la propuesta al Ministerio de Economía y Hacienda de la imposición de sanciones muy graves, salvo que se tratase de la revocación de la autorización, que corresponde al Consejo de Ministros [artículo 97 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV)], así como el ejercicio de las funciones de control y supervisión (artículos 84 a 87 de la LMV). Desde el mercado crediticio es al Banco de España al que incumbe la incoación e instrucción de expedientes, la imposición de las sanciones graves y leves, la propuesta al Ministerio de Economía y Hacienda de la imposición de sanciones muy graves, salvo en los casos de revocación de la autorización de la entidad o cuando se tratase de la renuncia o revocación de las sucursales de una entidad extranjera, que corresponde al Consejo de Ministros [artículo 18 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (en adelante, LDIEC) y 4 de la Ley 3/1994, de 14 de abril], así como la realización de las actividades de control y supervisión (artículo 43 bis de la LDIEC). Desde el mercado de seguros, la autoridad de control se concreta en nuestro país en la Dirección General de Seguros.

(2) Los intermediarios financieros se definen como aquellos que realizan las actividades financieras del mercado financiero. En este sentido vid. ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado Financiero*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1997, p. 129; En el sistema Italiano vid. COSTI, R., "Sulla Intermediazione Finanziaria non Bancaria", *Riv. D. Comm.*, n.º 1, 1987, pp. 129 a 140; FERRO-LUZZI, P., *Lezioni di diritto bancario*, Ed. G. Giappichelli, Turín, 1995, pp. 111 y 112; BANFI, A., *Le banche e l'intermediazione mobiliarie*, Ed. Il Mulino, Bolonia, 1995, pp. 14 y 16; VICENZINI, M. y TREQUATTRINI, G.L.: *Profili di innovazione istituzionale nell'intermediazione finanziaria (il rapporto banca/assicurazione*), Ed. Cedam, Milán, 1998, pp. 12 a 135; SALANITRO, N., *Societá per azione e mercati finanziari*, Ed. Giuffrè, Milán, 1996, pp. 1 y ss. En el sistema estadounidense vid. ALLEN, F. y GALE, D., "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal smoothing", *Journal of political Economy*, n.º 3, pp. 522 a 546.

Fruto de lo anterior, se ha venido considerando fundamentada la reserva legal de la intermediación en el crédito indirecto en favor de las entidades de crédito (artículo 28.2 de la LDIEC), y se ha atendido a establecer un régimen basado en la reserva jurídica de la realización de las operaciones del mercado de valores en favor de las empresas de servicios de inversión (artículo 62 de la LMV), aun cuando no estuviese dotado de naturaleza excluyente al permitirse el desempeño de determinadas funciones a entidades carentes de tal condición [3].

Ahora bien, derivado de la realización desde el mercado de valores de un proceso de progresiva aproximación entre sus operadores especializados que vino a culminar legislativamente con la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV y el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, se permite apreciar no ya sólo una posición homogeneizadora en relación con ellos, sino también el desarrollo de ciertas similitudes de sus estructuras, procesos y resultados con respecto a los operadores especializados en otro subsistema del mercado financiero, esto es, en el mercado de crédito.

Así las cosas, lo anterior plantea la necesidad de efectuar un análisis de labor evolutiva y comparativa sobre el principio de especialización del mercado de valores y el crediticio, en aras de poder determinar, no ya sólo si se puede hablar de una convergencia de modelos, de donde procederían las semejanzas, y del porqué de su origen, sino además si se permite preconizar cuál va a ser la evolución posterior para poder advertir si se logrará alcanzar o no una plena homogeneización en el desarrollo de las actividades profesionales dirigidas a la mediación en la asignación del ahorro a la inversión.

## II. EL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE CRÉDITO: LA EVOLUCIÓN DEL PROCESO DE UNIFORMIDAD ENTRE SUS OPERADORES Y EL PROCESO DE LIBERALIZACIÓN NORMATIVA EXPERIMENTADO

Presidida por el principio de especialización entre los bancos de emisión y de descuento, dedicados a la creación de dinero papel y a la financiación a corto plazo, y unas sociedades de crédito que, centradas en los préstamos a medio y largo plazo en la promoción industrial y en las operaciones conexas de intermediación financiera, competían con bancos comerciales carentes del privilegio de

---

[3] Según el artículo 65 de la LMV, se les permite a las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión, realizar habitualmente todos los servicios de inversión descritos en el artículo 63 de la LMV, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello.

emisión de obligaciones a corto plazo, se configuró la primera ordenación sistemática detentada en la operatoria bancaria mediante la Ley de bancos de emisión y la Ley de sociedades de crédito, ambas con fecha de 28 de enero de 1856, en las que no se reconocía todavía desde una forma nominal un tratamiento uniforme que englobase el pluralismo institucional existente en el sector crediticio.

Posteriormente, la Ley de 19 de octubre de 1869, al reconocer la incompatibilidad existente entre la intensa intervención en el crédito y la banca con los principios liberales de la revolución de 1868, difuminó aquellas distinciones, permitiendo así el desarrollo de entidades de carácter universal con una especialización sólo vocacional [4], y de tal forma el reconocimiento, a través de la fórmula "empresa bancaria", de un tratamiento uniforme para las distintas categorías que operaban el tal sector del mercado financiero.

A continuación, el Código de Comercio de 1885 ensayó un sistema de banca especializada en torno a las compañías de crédito y los bancos de emisión y descuento, que no hizo sentir su influencia en el desenvolvimiento de las empresas bancarias [5] tanto por sus deficiencias técnico-jurídicas como por la ausencia de voluntad política en su aplicación. Así pues, y amparados por la libertad de comercio y asociación, se convirtieron en realidad viva y fecunda unos bancos mixtos que quedaron constituidos al margen de toda intervención administrativa hasta que la Ley de ordenación bancaria de 29 de diciembre de 1921 estableció una conciencia corporativa de carácter disciplinario, que excluyó expresamente del concepto de empresa bancaria a las cajas de ahorro [6], y que modificado por el Real Decreto de 25 de mayo de 1926, e interrumpido por

---

[4] Sobre el período comprendido desde 1856 hasta la promulgación del Código de Comercio de 1885 vid. ÁLVAREZ LLANO, R. y ANDREU GARCÍA, J. M., "Una historia de la banca privada en España", *Situación*, n.º 3, 1982, pp. 9 a 175; ÁLVAREZ-VALDÉS Y VALDÉS, M., "Síntesis histórica de la normativa jurídica española sobre la banca privada". *RDBB*, n.º 57, 1995, pp. 83 a 88; PÉREZ DE ARMIÑÁN, G.: *Legislación bancaria española*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1980, pp. 12 a 31, y ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado Financiero...*, op. cit., pp. 33 a 44.

[5] Vid. preámbulo de la Ley 2/1962, de 14 de julio, sobre bases de ordenación del crédito y banca.

[6] En efecto, tal y como expone ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R.: "La transformación de las cajas de ahorros operada en el ámbito comunitario", *RDBB.*, n.º 85, 2002, p. 126, las primeras cajas de ahorros no fueron asociadas a una naturaleza bancaria tanto por sus fines de utilidad social —que inducían a calificarlas como verdaderos entes de asistencia y beneficencia—, como por que la función de captación del ahorro no venía vinculada a la función crediticia.

la guerra civil española, resultó progresivamente sustituido por la intervención administrativa, a partir de 1936 (7).

De este modo se llegó a la vigencia de la Ley de ordenación bancaria de 31 de diciembre de 1946, que al otorgar en su artículo 37 (8) una plena descripción de la actividad desarrollada por los bancos mixtos advirtiendo la distinción entre las actividades propias de la intermediación en el crédito que tipifican al banco y otras auxiliares o de servicios, permitió, dada la forma abierta de su enunciación, ampliar la operatividad de la banca. Pero además, la redacción de tal artículo también permitía exponer el precedente de la construcción de la noción de entidad de crédito, dado que aunque no se daba la entrada a otras entidades diferentes de los bancos, e incluso de entre éstos se efectuaba la distinción entre los bancos oficiales, regidos por disposiciones especialmente dictadas en relación con ellos (9), y los privados, se aunó a estos últimos en torno a criterios de orden funcional para someterlos a unas mismas normas reguladoras (10) y, de tal forma, puso de manifiesto que es la banca universal la estructura

(7) Entre las principales normas legales destacan las leyes de 27 de agosto de 1938, 30 de diciembre de 1940 y 11 de julio de 1941, además del Decreto de 17 de mayo de 1940.

(8) Reflejando la transcendencia del contenido del artículo 37 de la Ley de 31 de diciembre de 1946 que establece que "*ejercen el comercio de banca las personas naturales o jurídicas, que con habitualidad y ánimo de lucro reciben del público, en forma de depósito irregular o en otras análogas, fondos que aplican por cuenta propia a operaciones activas de crédito y a otras inversiones, con arreglo a las leyes y a los usos mercantiles, prestando además por regla general a su clientela servicios de giro, transferencia, custodia, mediación y otros en relación con los anteriores, propios de la comisión mercantil*", se han pronunciado VICENT CHULIÁ, F.: *Compendio crítico de derecho mercantil*, T. II, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 1982, p. 394; ÁLVAREZ-VALDÉS Y VALDÉS, M.: Síntesis histórica..., op. cit., p. 95 y TERMES CARRERÓ, R.: "Banca universal-Banca Comercial", *RDBB*, n.º 28, 1987, p. 819.

(9) El sector bancario oficial, integrado por entonces por el Banco Hipotecario de España, el Banco Exterior de España, el Banco de Crédito Industrial, el de Crédito Local, el Servicio Nacional de Crédito Agrícola, la Caja Central de Crédito Marítimo y Pesquero y el Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional, fue posteriormente revisado tanto para unificar, simplificar y reforzar las fuentes de aprovisionamiento de dinero como para coordinar su actuación a través de la Ley de 26 de diciembre de 1958.

(10) En efecto, si bien desde la Ley de 29 de diciembre de 1921 de ordenación bancaria hasta entonces se fueron dictando una multitud de disposiciones sobre la banca privada, éstas resultaron recopiladas y refundidas por los artículos 37 a 60 de la Ley de 31 de diciembre de 1946 de ordenación bancaria, y posteriormente fueron ampliadas por la Orden de 12 de marzo de 1947, sobre inscripciones de bancos y banqueros, la Orden de 23 de abril de 1947, por la que se reguló el servicio de estadística bancaria, el Decreto de 21 de mayo de 1948, sobre expansión de la banca española en el extranjero, la Orden de 4 de mayo de 1949, sobre normas para la publicidad bancaria, el Decreto de 9 de julio de 1948, por el que reguló la inscripción de los

organizativa más adecuada para acometer un tratamiento uniforme de los intervinientes en el mercado de crédito, dado que es la que permite justificar un tratamiento análogo en la realización de las operaciones con el fin de evitar agravios comparativos que impidan el desarrollo de un adecuado marco concurrencial.

Así, si bien derivado de aquel marco normativo la banca tendió a convertirse en un conjunto de entidades polifacéticas lejanas de la especialización, las críticas a las que fue objeto se constituyeron en la problemática que se trató de afrontar mediante la imposición de un modelo de banca especializada a través de la Ley de bases de ordenación bancaria y del crédito de 14 de abril de 1962 (11), que dio origen a una división del sistema bancario en tres clases de

---

bancos y banqueros en el registro mercantil, la Orden de 2 de febrero de 1949, por la que se dictaron normas regulando las operaciones de pago por compensación y la constitución y funcionamiento de las cámaras de compensación bancaria, la Orden de 28 de junio de 1950, por la que se dictaron normas sobre formación y publicaciones de los balances y cuentas de resultados de las empresas bancarias, la Circular de 17 de julio de 1950, por la que redactaron normas sobre la formación de los balances bancarios, el Decreto de 16 de octubre de 1950, por el que se aprobó el Reglamento del consejo superior bancario, la Orden de 10 de enero de 1951, por la que se reformó el modelo obligatorio de la cuenta general de resultados de las empresas bancarias, la Ley de 17 de julio de 1951, por la que se modificó el artículo 50 de la Ley de ordenación bancaria de 31 de diciembre de 1946, la Orden de 17 de abril de 1952, por la que se reguló la cesión o traspaso de oficinas bancarias, la Orden de 3 de julio de 1952, por la que se reguló el reparto de dividendos bancarios, la Orden de 23 de octubre de 1959, que aclaró la de 17 de abril de 1952 sobre cesión o traspaso de sucursales bancarias, el Decreto-Ley de 10 de agosto de 1960, por el que se modificaron determinados artículos del Código de comercio y de la Ley de ordenación bancaria, y la Orden de 24 de septiembre de 1960, por la que se desarrollaron el Decreto-Ley de 10 de agosto de 1960 que autorizaba la concesión de créditos por plazo superior a noventa días y el Decreto-Ley de 15 de diciembre de 1960, sobre control monetario.

(11) En efecto, fue el preámbulo de la Ley 2/1962, de 14 de abril, el que indicó que ante los problemas que planteaba el sistema de banca mixta en relación con la financiación de las inversiones, dado que la actividad promotora de los bancos se veía obligada a desentenderse de algunas inversiones especiales y por que se limitó fundamentalmente a grandes empresas industriales, el legislador optó por la aplicación del modelo de especialización bancaria, si bien para ello operó mediante una mal llamada "Ley de bases" (en este sentido vid. VICENTE-ARCHE DOMINGO, F.: "La nueva ordenación del crédito y de la banca", *RDM*, n.º 35, 1963, p. 7), puesto que si por tal se entiende un texto con contenido normativo y de aplicación inmediata que es objeto de un posterior desarrollo por el Gobierno en un texto articulado con rango legal, esto no fue lo que se correspondió con la Ley de 14 de abril de 1962, dado que el citado contenido normativo no era detentado por ésta, sino por los Decretos Leyes dictados por el Gobierno. Estos decretos fueron: Decreto Ley 29/1962, de 19 de julio, de nacionalización y organización del Banco de Crédito Industrial; Decreto Ley 32/1962, de 20 de julio, del Banco de Crédito Agrícola; Decreto Ley 33/1962, de 20 de julio, del Banco de Crédito Local; Decreto Ley 34/1962, de 20 de julio, del Banco Hipotecario de España; Decreto Ley 53/1962, de 29 de noviembre, de los Bancos industriales o de negocios, y Decreto Ley 54/1962, de 29 de noviembre, del Banco de Crédito a la Construcción. Además también se dictaron el Decreto 2938/1962, de 15 de noviembre; el Decreto Ley 18/1962, de 7 de junio; el Decreto Ley 19/1962, de 7 de junio y el Decreto Ley 20/1962, de 7 de junio.

entidades, dado que junto a la tradicional distinción de los bancos mixtos ya constituidos y que siguieron vigentes (12) se unieron unos bancos comerciales especializados en la intermediación del crédito indirecto y unos bancos industriales y de negocios que prestaban servicios accesorios, quedando reflejada así la recepción de un modelo bancario anglosajón ya acogido por la mayoría de los países europeos (13). Ahora bien, en relación con el tratamiento nominativo que recibieron tales entidades, aunque se continuó haciendo referencia a través de su articulado a los bancos privados, esta mención ya no podía sustentarse en

(12) Dado que el legislador no pretendía suprimir la banca mixta de golpe, pero sí imponer progresivamente su especialización, sometió a aquella a una reglamentación mucho más estricta dictando normas que completasen y sustituyesen en este nuevo ámbito a la Ley de ordenación bancaria, de 31 de diciembre de 1946, y que permitiesen su posterior transformación en bancos industriales o de negocios, caracterizados por promover nuevas empresas industriales, animar y vitalizar la iniciativa privada y colaborar en la tarea de financiación a largo plazo (vid. Base 6.ª de la Ley 2/1962, de 14 de abril, para cuyo cumplimiento se dictó el Decreto Ley 53/1962, de 29 de noviembre, y que fue desarrollado por la Orden de 21 de mayo de 1963), o en bancos comerciales, cuyo contenido venía determinado excluyendo de las funciones de la banca mixta aquellas que de un modo expreso eran asignadas a los bancos industriales, tal y como refieren MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., "Crédito, Banca y Cajas de Ahorros", Ed. Tecnos, Madrid, 1975, pp. 291 y 292; PÉREZ DE ARMIÑÁN, G., *Legislación bancaria española...*, op. cit., p. 126 y VICENTE-ARCHE DOMINGO, F., "La nueva ordenación...", op. cit., pp. 10, 37 y 38.

(13) El proceso de especialización bancaria arrancó de una banca inglesa que con el fin de establecer la separación entre la banca y la industria (vid. SÁNCHEZ ASIAÍN, J.A., "Relaciones banca-industria", *PEE*, n.º 44, 1990, pp. 87 a 90), efectuó la distinción entre los bancos especializados en facilitar financiación a largo plazo o prestar servicios financieros (*investment banks*) y los bancos otorgadores de la financiación ordinaria (*clearing banks*), que fue transmitida a EE.UU. (efectuando un estudio sobre la relevancia adquirida por el modelo bancario inglés vid. VICENTE-ARCHE DOMINGO, F., "La nueva ordenación...", op. cit., pp. 38 a 41), y que denotó su influjo en la Ley belga de 1935, donde quedó suprimida la banca mixta por considerar que comportaba peligros extraordinarios para la liquidez de los Institutos de Crédito [vid. LOCATELLI, R., "Il ruolo delle banche nell'intermediazione in titoli societari e nell'acquisto di partecipazioni industriali: un'indagine comparativa", en AA.VV. (coord. CESARINI, F.), *Banche, Intermediari Financieri e Mercato Azionario. Esperienze a confronto*, Ed. Franco Angeli, Milán, 1987, pp. 28 a 32] en las leyes francesas de 13 de junio de 1941 y 2 de diciembre de 1945, que ocasionaron la distinción entre la *banque de dépôts* y *la banque d'affaires* (pronunciándose con mayor profundidad sobre la citada distinción vid. BURGARD, J.J., *La banque in France*, Ed. Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques & Dalloz, París, 1989, p. 35; PATARNELLO, A. y ANOLLI, M., *Intermediari e mercati finanziari in Francia (structura e caratteri della concorrenza nella prospettiva dell'integrazione europea)*, Ed. Il Mulino, Bolonia, 1991, p. 14; ANDERLONI, L., "Banche e mercati mobiliari in Francia", en AA.VV., *Banche e mercati mobiliari (teoria ed experienze europee)*, Ed. Egea, Milán, 1992, pp. 105 y 106) así como en el sistema italiano, donde la Ley bancaria de 1936 mostró una neta separación entre la banca ordinaria operante en el corto plazo y los institutos de crédito constituidos en la concesión de financiación a medio y largo plazo tal y como reflejan VICENZINI, M. y TREQUATTRINI, G.L., *Profili di innovazione istituzionale...*, op. cit., p. 41.

criterios de orden funcional ante la diversidad de clases derivada de su especialización, por lo que se construyó siguiendo tanto caracteres enumerativos de los distintos tipos de bancos, esto es, los bancos mixtos, los bancos comerciales y los bancos industriales y de negocios, como criterios de diferenciación de otras instituciones crediticias, es decir, del Banco central de emisión (14), de las entidades oficiales de crédito (15), así como de las Cajas de Ahorro y las Cajas Rurales, permitiéndose de tal forma elaborar una noción que resultó objeto de aplicación de normas dirigidas a coordinar y unificar su actuación (16), salvo en

(14) El Banco central de emisión, que tiene su antecedente remoto en el de San Carlos, creado en 1782, más tarde llamado de San Fernando, fusionado con el de Isabel II y convertido en Banco de España por la primera Ley de ordenación bancaria, de 28 de enero de 1856, venía gozando sin interrupción del privilegio de emisión de billetes a partir del Decreto de 19 de marzo de 1874, actuando tanto como banquero del Estado como banco comercial. Pero todavía no había llegado a convertirse aún en Banco de bancos, en el regulador central del mecanismo crediticio y en el responsable del valor exterior de nuestra moneda, aunque a ello tendió la segunda Ley de ordenación bancaria, de 29 de diciembre de 1921, y en esa dirección insistieron la de 31 de diciembre de 1946 y, por último, la de 26 de diciembre de 1958. Es por ello por lo que a través de la Ley de 14 de abril de 1962 sobre bases de ordenación del crédito y banca y su posterior desarrollo por el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, se vino a reconocer al Banco de España, además de su facultad emisora de billetes de curso legal, su condición ejecutora, colaboradora, informadora y asesora del Gobierno en orden a la política monetaria y de divisas, así como su labor tanto reguladora del mercado de dinero como disciplinaria e inspectora sobre la banca privada.

(15) Los bancos Hipotecario de España, de Crédito Industrial, de Crédito Local de Crédito Agrícola, el Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional y la Caja Central de Crédito Marítimo y Pesquero fueron de esta forma objeto de reorganización a fin de coordinar su actuación bajo la alta dirección del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, regulado inicialmente por el Decreto-Ley de 7 de julio de 1962, y posteriormente por la Ley de 19 de junio de 1971. Únicamente se excepcionó al Banco Exterior de España, dado que por razón de su forma típicamente bancaria de financiación y su carácter predominantemente comercial resultó sometido a la misma regulación y limitaciones de los bancos privados, sin perjuicio de la intervención que el Gobierno juzgase oportuno reservarse en tanto que conservaba su carácter de banco oficial.

(16) Vid. Decreto-Ley 56/1962, de 6 de diciembre, sobre carteras y coeficientes de los bancos privados; Orden de 13 de febrero de 1963, sobre organización y funcionamiento de la Central de Información de Riesgos; Orden de 10 de octubre de 1964, relativa al cumplimiento de las disposiciones vigentes en orden a las operaciones activas y pasivas de los bancos privados y cajas generales de ahorro; Orden de 5 de mayo de 1965, sobre actuación de oficinas y corresponsales de bancos y banqueros; Orden de 1 de julio de 1968, por la que se establecen nuevos modelos de balance y cuenta anual de pérdidas y ganancias, de carácter confidencial, para las empresas bancarias; Orden de 21 de julio de 1969, sobre financiación a medio y largo plazo por la banca privada; Orden de 26 de septiembre de 1969, sobre créditos a la exportación que concedan los bancos privados y el Exterior de España; Orden de 14 de octubre de 1969, por la que se dictan normas sobre la actuación bancaria; Orden de 18 de diciembre de 1969, sobre créditos para financiar la venta de grandes bienes de equipo que se concedan por los bancos privados y el Exterior de España; Orden de 9 de julio de 1971, por la que se establece el

las particularidades que a partir de sus distintas funciones se requerían para cada tipo de banco (17).

Ahora bien, dado que el marco en el que se desenvolvían las diferentes clases de bancos iba siendo cada vez más uniforme y amplio, y de tal forma el gravamen de obligaciones a los que quedaban sometidos no ofrecía diferenciación, las razones de su distinción funcional dejaba de tener sentido al tener que vincularse por igual a los mismos límites competitivos con independencia de la operación que se prestase. De esta forma, pues, se permite explicar el incremento de funciones que comenzó a efectuarse con la Orden de 13 de diciembre de 1966, por la que se ampliaron las clases de actividades de la banca industrial y de negocios, así como con la Orden de 10 de mayo de 1967, por la que se autorizó a los bancos comerciales la extensión de sus facultades operativas, y que concluyó con la plena equiparación funcional entre las dis-

---

coeficiente de inversión de la banca privada; Circular del Banco de España de 29 de enero de 1972, por la que se regulan las tarifas y condiciones aplicables a las operaciones activas y pasivas de la banca privada y del Banco Exterior de España; Orden de 29 de febrero de 1972, por la se que regulan las tarifas y condiciones aplicables a las operaciones activas y pasivas de la banca privada y del Banco Exterior de España; Orden de 31 de octubre de 1973, por la que se regula la publicidad de determinadas inversiones; Orden de 4 de diciembre de 1973, por la que se modifica la definición de los coeficientes de caja e inversión de los bancos privados; Orden de 20 de febrero de 1974, por la que se modifica el sistema de cálculo del coeficiente de caja de la banca privada; Decreto de 1 de marzo de 1974, sobre medidas de seguridad en los Bancos privados, cajas de ahorro y otras entidades de crédito; Orden de 4 de marzo de 1974, por la que se introducen modificaciones en las tarifas bancarias; Orden de 1 de abril de 1974, por la que se dictan normas sobre medidas de seguridad en los bancos privados, cajas de ahorro y entidades de crédito; Orden de 9 de agosto de 1974, por la que se modifican las normas de expansión bancaria y sobre operaciones a plazo de los bancos privados, Orden de 20 de septiembre de 1974, sobre autorización a los bancos privados para realizar ampliaciones de su capital; Orden de 10 de febrero de 1975, por la que se modifica el coeficiente de inversión de la banca privada; Orden de 18 de abril de 1975, por la que se dictan normas sobre el recargo transitorio del impuesto sobre las rentas del capital y sobre el gravamen por dicho tributo de los intereses de las operaciones pasivas de los bancos privados y demás entidades de crédito; Orden de 17 de julio de 1975, por la que se aprobaron las tarifas y condiciones aplicables a las operaciones activas y pasivas de la banca privada y del Banco Exterior de España; Orden de 10 de marzo de 1976, por la que se modifica el coeficiente de inversión de la banca, y Orden de 3 de mayo de 1976, sobre expansión bancaria.

(17) En efecto, en relación con los bancos industriales y de negocios se dictaron el Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre, sobre bancos industriales y de negocios; la Orden de 21 de mayo de 1963, por la que se desarrolló el citado Decreto-Ley; la Orden de 26 de enero de 1971, por la que se dio nueva redacción al artículo 13 de la de 21 de mayo de 1963, sobre creación y disciplina de los bancos industriales y de negocios, y la Orden de 7 de febrero de 1973, sobre participación de los bancos industriales y de negocios en entidades bancarias y financieras en el extranjero. En relación con los bancos comerciales se dictaron la Orden de 30 de noviembre de 1963, sobre creación de nuevos bancos comerciales, y la Orden de 2 de diciembre de 1970, por la que se señala el coeficiente de caja que vendrán obligados a mantener los bancos comerciales y mixtos.

tintas clases de bancos en torno al concepto de bancos privados con la Orden Ministerial de 9 de agosto de 1974 (18), que hizo entrar el modelo de especialización bancario en una crisis generalizada (19) hasta que quedó confirmado su fracaso y resultó establecido un marco que permitió configurar un sistema desespecializado (20).

Semejante extensión operativa fue la que vino afectando a las Cajas de Ahorro y a las Cooperativas de Crédito. En efecto, si bien en la Ley de bases de ordenación bancaria y del crédito de 14 de abril de 1962 las Cajas de Ahorro y las Cajas Rurales todavía no eran reconocidas como entidades integrantes de la banca privada, y por ello no recibían la aplicación de las disposiciones legales que afectaban a éstas, sí que vinieron a considerarse como instituciones económicas de naturaleza crediticia (21) en virtud del reconocimiento de la importante labor que venían desempeñando en este sector del panorama financiero, hasta que con la Orden de 7 de diciembre de 1967 se extendió también tal calificación al crédito cooperativo en todas sus manifestaciones, siendo objeto pues todas estas entida-

---

(18) Pronunciándose en más profundidad en este sentido vid. TORIBIO, J.J., "La reforma del sistema financiero español", *Papeles de Economía Española,* n.º 15, 1983, p. 175, y DE GISPERT PASTOR M.ªT., "Régimen de acceso al mercado de la banca privada" en AA.VV., *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje al Profesor Evelio Verdera y Tuells,* tomo II, Ed. La Ley, Madrid, 1994, p. 1143.

(19) Siguiendo a LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito en España*, Ed. Fundación de las cajas de ahorros confederadas para la investigación económica y social, Madrid, 1997, p. 56, y SÁNCHEZ ASIAÍN, J.A., "Relaciones banca-industria...", op. cit., p. 88, se observa cómo la crisis iniciada en 1978 afectó a muchos de los bancos industriales, de los cuales siete pasaron al Fondo de Garantía de Depósitos y fueron subastados posteriormente, dos pertenecientes al grupo Rumasa siguieron la suerte de este *holding*, otros dos fueron objeto de absorciones por otras entidades y uno presentó suspensión de pagos y acabó liquidándose. Pero peor suerte que la banca industrial corrieron los bancos comerciales, ya que de los trece que se constituyeron a partir de 1964 sólo quedó uno.

(20) Similares acontecimientos resultan también observables en el sistema francés, tal y como denotan PATARNELLO, A. y ANOLLI, M., *Intermediari e mercati finaziari in Francia...*, op. cit., pp. 14 a 17; ANDERLONI, L., "Banche e mercati mobiliari in Francia...", op. cit., pp. 105 y 106; NARDOZZI, G., *Tre sistemi creditizi: Banche ed Economía in France, Germania e Italia*, Ed. Il Mulino, Bolonia, 1983, pp. 68 a 71, debido a que ante la realización por la *banque de dépôts* de operaciones no típicamente bancarias directamente, dada la atenuación de las distinciones establecidas por el principio de especialización mediante los Decretos de 25 de enero y 23 de septiembre de 1966, o bien mediante su participación en *banque d'affaires*, se permitió denotar la presencia de una banca *"a tout faire"*, en la que en nada diferían las actividades realizadas entre estos dos tipos de banca, y que permitió derivar en el reconocimiento posterior, a través de la Ley de 24 de enero de 1984, del modelo bancario universal.

(21) Vid. VICENTE-ARCHE DOMINGO, F., "El desarrollo de la reforma bancaria y crediticia en 1964", *RDM* n.º 38, 1964, pp. 433 a 437.

des de una amplia regulación, que permitió dar comienzo a un acercamiento de posiciones [22], y posibilitó concluir con la equiparación de funciones [23].

Los siguientes años vinieron a caracterizarse tanto por la imprecisión terminológica como por la inadecuación a la hora de catalogar a los intervinientes en el sector crediticio. Esto se debía a que si bien con base en la Orden Ministerial de 17 de enero de 1981, la Ley 13/1985, de 25 de mayo, el Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, el Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto y el Real Decreto 2254/1985, de 20 de noviembre, los bancos, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito ya si que eran agrupados en torno a un concepto único denominado como entidad de depósito, éste resultaba criticable al denotar dependencia con que los créditos procediesen únicamente de los depósitos realizados por el público [24]. Pero además lo anterior también se manifestaba en que, aunque atendiendo a la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, y a la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 1983, los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades mediadoras del mercado de dinero se aunaban en torno a otra nueva termi-

---

[22] Vid. Decreto-Ley 1467 de 22 de junio de 1962, por el que se señalaban las incompatibilidades con los cargos directivos y ejecutivos en el Banco de España, Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo e Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro; Orden de 27 de octubre de 1962, por la que se regulaba provisionalmente la tramitación de los expedientes y asuntos en materia de Banca Oficial y privada y Cajas de Ahorro; Orden de 10 de octubre de 1964, relativa al cumplimiento de las disposiciones vigentes en orden a las operaciones activas y pasivas de los Bancos y Cajas generales de Ahorro; Orden de 30 de octubre de 1964, por la que fijaban los tipos de interés y las tarifas de condiciones mínimas que habrían de aplicar las Cajas de Ahorro y las Cajas Rurales Cooperativas a las operaciones activas y pasivas; Orden de 21 de julio de 1969, por la que se modificaban los tipos de interés de las Cajas de Ahorro y de las Entidades de Crédito Cooperativo en general; Orden de 31 de octubre de 1973, por la que se disponía la publicación mensual por el Banco de España de los balances de los Bancos y Cajas de Ahorro; Decreto de 1 de marzo de 1974, sobre medidas de seguridad en los Bancos, Cajas de Ahorro y otras entidades de crédito; Orden de 1 de abril de 1974, por la que dictaban normas para el cumplimiento del Decreto 554/1974, de 1 de marzo, sobre medidas de seguridad en los Bancos, Cajas de Ahorro y Entidades de Crédito.

[23] No fue hasta el Real Decreto 2290/1977, de 27 de agosto, cuando, en un proceso general de desespecialización bancaria, se estableció en su artículo 2 que las cajas de ahorro podrían *"realizar las mismas operaciones que las autorizadas a la banca privada"* (vid. FERNÁNDEZ-ALBOR BALTASAR, A. y HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, F.: "El fortalecimiento de los recursos propios de las cajas de ahorros", *La Ley*, n.º 4, 1992, p. 1171). Además, y con respecto a las cooperativas de crédito, fueron el artículo 26 del Decreto Ley 15/1967, de 27 de noviembre, el artículo 101 del Real Decreto 2710/1978, de 16 de noviembre, el artículo 1.1 del Real Decreto 2960/1978, de 3 de noviembre, y el artículo 4.1 de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, los que vinieron a manifestar que aquellas podrían realizar toda clase de operaciones activas, pasivas y de servicios.

[24] En este sentido vid. VALENZUELA GARACH, F. y AURIOLES MARTÍN, A., "Contratos bancarios I", en AA.VV. (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, Barcelona, 1990, p. 887.

nología, esto es, la noción de intermediarios financieros, se ocasionaba de tal forma que se produjese la confusión de considerar como tales solamente a los que se dedicaban a la prestación de sus actividades en el sector crediticio y no en los restantes subsistemas que también conformaban el mercado financiero, dado que la intermediación financiera se caracteriza por ser aquella que tiene como fin el desarrollo de una actividad profesional dirigida a la mediación del ahorro a la inversión en el ámbito más amplio del mercado financiero.

Con posterioridad, y dado que también desde Europa se venía ensayando una fórmula que permitiese aunar a los operadores del sector crediticio, fue la 1.ª Directiva de coordinación bancaria 77/780/CEE, de 12 de diciembre, la que la materializó [25] desde su consideración como empresa cuya actividad consistiese en *"recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y conceder créditos por cuenta propia"*. Así pues, cuando se produjo su adaptación a nuestro ordenamiento jurídico a través del artículo 1 del Real Decreto Ley 1298/1986, de 28 de junio [26], se permitió configurar, en torno a la noción de "establecimientos de crédito" [27], una definición que si bien no se presentaba acorde con la tradición jurídica, sí que posibilitaba elaborar un concepto jurídico pluriforme que aunaba en una categoría única a las entidades oficiales de crédito, bancos privados, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación en torno al criterio funcional de la intermediación indirecta en el crédito, pero ahora bien, incorporando una importante connotación, al indicar que la actividad crediticia propia de aquellas debía ser una actividad *"típica y habitual"*, reflejando así la operación caracte-

---

[25] Dado que la mayoría de los Estados miembros adoptaban distintas conceptuaciones respecto a las entidades de crédito, este artículo 1 de la 1.ª Directiva de coordinación bancaria 77/780/CEE, de 12 de diciembre, atendió a unos criterios funcionales para establecer una noción, que actuó como catalizadora de las sucesivas medidas de armonización en referencia a dicho concepto, tal y como se observa en el artículo 1 de la Directiva 83/350/CEE, de 13 de junio, el artículo 2.1.a) de la Directiva 86/635/CEE, de 8 de diciembre, el artículo 1.2 de la Directiva 89/299/CEE, de 17 de abril, y el artículo 2.1 de la Directiva 89/647/CEE, de 18 de diciembre, así como en el artículo 1.3 de la Directiva de servicios de inversión 93/22/CEE, de 10 de mayo.

[26] Esta normativa es el resultado de la delegación hecha al Gobierno por la Ley 47/1985, de 27 de diciembre, de bases de delegación al Gobierno para la aplicación del Derecho de las Comunidades Europeas. El desarrollo del citado Real Decreto por vía reglamentaria se produjo por el Real Decreto 184/1987, de 30 de enero.

[27] Fue SÁNCHEZ CALERO, F., "Adaptación de la normativa de los establecimientos de crédito al ordenamiento comunitario", *RDBB*, n.º 23, 1986, p. 477, el que indicó que a la hora de encontrar una denominación de esa categoría común, el Derecho comunitario se decidió por la expresión de establecimiento de crédito (traducción francesa de *"établissement"*), dado que esta fue la denominación empleada en los anexos del Tratado de Adhesión aun cuando es lo cierto que en la versión española de la Directiva se usaba la expresión de "entidad de crédito".

rística, que no impedía otras en el marco de lo bancario, accesorio, o parabancario [28].

Posteriormente, con el artículo 39 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, se otorgó nueva redacción al artículo 1.1 del Real Decreto Legislativo 1298/1886, de 28 de junio [29], con el fin no ya sólo de sustituir la categoría común en su terminología para pasar a denominarla como entidades de crédito [30], sino también para materializar en la conceptuación de éstas la evolución generada en su operatividad. Pero no obstante, con ello no se consiguió ampliar tal concepto, sino que simplemente se describió con mayor detalle parte de sus operaciones activas y pasivas apegada a la tradicional intermediación indirecta crediticia, sin hacer referencia a unas operaciones neutras plenamente válidas [31], además de que se incluyó en tal categoría, junto al Instituto de Crédito Oficial, la Confe-

---

[28] En este sentido vid. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., "Comentario al título II", *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito*, Ed. Fundación fondo para la investigación económica y social, Madrid, 1989, p. 29; TAPIA HERMIDA, A.J.: "Aspectos generales de las actividades parabancarias en el derecho español", *RDBB*, n.º 47, 1992, p. 638.

[29] De este modo, el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, quedó redactado del siguiente modo: "*A efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 77/789, de 12 de diciembre, de la Comunidad Económica Europea, se entiende por entidad de crédito, toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza*".

[30] Tanto la insuficiencia de la denominación "entidad de depósito" empleada por el legislador en algunas de sus disposiciones para aludir a los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito (vid. artículo 1 del Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero, de regulación de coeficiente de inversión obligatoria de las entidades de depósito, Orden Ministerial de 29 de abril de 1987, Real Decreto 1549/1987 de 18 de diciembre, sobre recursos propios mínimos y límites de riesgo de las entidades de depósito y artículo 1 del Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero, de regulación del coeficiente de inversión obligatoria de las entidades de depósito), como por la inadecuación del concepto de establecimiento de crédito a nuestro ordenamiento jurídico no ya sólo por no estar vinculado a nuestra tradición jurídica, sino también por establecer un concepto que denotaba ambigüedad porque podía ser empleado tanto como lugar público, como lugar donde se desarrolla una determinada labor de beneficencia o puramente empresarial (en este sentido vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "La delimitación de la figura de 'entidad de crédito' y la de otros sujetos", *RDBB*, n.º 28, 1987, p. 711), fue la Ley 26/1988, de 29 de julio, la que adoptó una decidida posición en favor de la terminología más amplia de "entidad de crédito".

[31] Esta fue la conclusión a la que llegó SÁNCHEZ CALERO, F., "La delimitación de la figura de 'entidad de crédito'...", op. cit., pp. 714 a 716, al estudiar el artículo 40 del Anteproyecto de la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito, dado que denotó cómo respecto al texto vigente por entonces y que sería objeto de derogación por la citada Ley, no se observaban novedades importantes.

deración Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, a entidades que de nuevo continuaban sin tener como actividad principal la realización conjunta de operaciones de recepción y concesión de crédito, estas son, las sociedades de arrendamiento financiero y las sociedades mediadoras del mercado de dinero (32), lo cual hizo demandar, junto a las sociedades de crédito hipotecario y las entidades de financiación, un tratamiento diferenciador que la doctrina advirtió al denominar a estas entidades de crédito de ámbito operativo limitado creadas al amparo del Real Decreto 771/1989, de 23 de junio, como entidades de crédito no bancarias (33).

De esta forma, pues, continuaba poniéndose de manifiesto que, a pesar de incluirse en el concepto jurídico pluriforme a entidades que no procedían a realizar la totalidad de las actividades que permitían identificar a la denominación globalizadora al constituirse su objeto social sobre la prestación de alguna de aquéllas, resultaba conveniente su integración en tal noción para poder recibir sus normas y, de tal forma, para posibilitar asegurar unas condiciones similares de competencia, paridad de reglas y criterios de comportamiento relevantes (34), que evitase discriminaciones y distorsiones de la equidad competitiva en

(32) En efecto, el artículo 39.2, apartados e), f), g) y h) de la Ley 26/1988, de 29 de julio, consideró a estas entidades como entidades de crédito, si bien en su disposición adicional 6.ª, desarrollada por la Orden de 8 de febrero de 1991 (vid. SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., "Orden Ministerial determinando las operaciones autorizadas a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado", *RDBB*, n.º 41, pp. 199 y 200) se estableció que no podrían recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas a la vista, por un plazo indeterminado o por plazo inferior al que se determinase por el Ministerio de Economía y Hacienda, que no sería en ningún caso inferior a un año, quedando sólo exceptuada la recepción de fondos en forma de cesión temporal de activos financieros efectuada por la sociedad mediadora del mercado de dinero.

(33) En este sentido vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1992, pp. 530 y URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Ed. Marcial Pons, Barcelona, 1998, p. 860.

(34) Un reflejo de la uniformidad existente en el régimen jurídico de las entidades de crédito en relación con aspectos esenciales de su normativa queda denotado en la contabilidad obligatoria de las entidades de crédito (artículos 48.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, 6 a 13 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, redactados conforme a la Ley 13/1992, de 1 de junio, y Orden Ministerial de 8 de abril de 1997), el régimen de incompatibilidades (leyes 31/1968, de 27 de julio, y 3/1985, de 2 de agosto), los coeficientes de las entidades de crédito (leyes 26/1983, de 26 de diciembre sobre coeficientes de caja, 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, que se han completado por disposiciones de rango menor), así como en el régimen de supervisión, vigilancia y sancionador, establecido por la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

la realización de operaciones semejantes en el mercado (35) y que reportase una adecuada tutela tanto a los usuarios como a los propios operadores.

Así las cosas, la política legislativa de integración de España en la Comunidad Europea pudo afirmar, con relativa facilidad, un modelo de banca universal que si bien desde su procedencia alemana reflejaba la tenencia de las industrias más fuertes y de mayor exportación mundial, así como una poderosa moneda (36), no fue la primera opción pretendida por el Derecho comunitario por los recelos que ocasionaba un sistema que ya desde su país de origen suscitaba críticas (37). Pero dada la oposición de la Federación Bancaria del Mercado Común a cualquier limitación a la actividad bancaria, la conveniencia de no atentar contra la libre iniciativa individual constituida como esencia de la economía del mercado (38), la posibilidad de depurar las deficiencias que pudie-

(35) Pronunciándose en análogos términos vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "La delimitación de la figura de 'entidad de crédito'...", op. cit., pp. 709 y 717; VALENZUELA GARACH, F., "Actividad Bancaria y Actividad Aseguradora; Algunos aspectos de integración y competencia", *RDBB*, n.º 40, 1990, p. 856; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Orden Ministerial determinando las operaciones autorizadas a las entidades...", op. cit., pp. 199 y 200; GONZÁLEZ MORENO, J.C., "Régimen común a las entidades de crédito", en AA.VV. (dir. ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS Y SÁNCHEZ, J.), *Derecho del mercado financiero*, t. 1, Ed, Civitas, Madrid, 1994, p. 38.

(36) Sobre la relevante situación económica y monetaria alemana vid. NARDOZZI, G., *Tre sistemi creditizi...*, op. cit., pp. 87 a 92.

(37) A diferencia del modelo anglosajón, el modelo de banca universal gestado en Alemania (*Hausbank*) significaba la adopción de una posición de defensa de la industria, dado que junto a sus operaciones de banca central, los bancos mantenían unas relaciones estables con las empresas, al financiarlas, tener participaciones y representantes en sus consejos de administración, y ejercitar el derecho de voto, administración o custodia de las acciones depositadas por sus propios clientes (JARC, F.: "Banche e mercati mobiliari in Germania", en AA.VV., *Banche e mercati mobiliari...*, op. cit., pp. 336 a 339), por lo cual se constituían en detentadoras de una transcendente información, además de una posición de poder con respecto a estas mismas empresas que hicieron generar el debate sobre la viabilidad del modelo bancario, hasta tal punto que el Gobierno consideró oportuno hacer frente a las críticas, realizando para ello un estudio de los problemas fundamentales del crédito, para lo cual se constituyó la Comisión Gessler (vid. NARDOZZI, G., *Tre sistemi creditizi...*, op. cit., pp. 110 y 111), que si bien se dedicó a realizar un análisis detallado de las posibilidades de abuso que tenía la banca con la empresa, consideró que los problemas estaban generados por otros derivados de la estructura del sistema bancario alemán, por lo que consideró desaconsejable el abandono del sistema bancario universal a favor del especializado.

(38) En este sentido se ha pronunciado TERMES CARRERÓ, R., "Banca universal-Banca Comercial...", op. cit., pp. 68 y 69.

re ocasionar el sistema mediante adecuadas disposiciones legales (39) y la necesidad de favorecer la innovación y competencia en el sector financiero (40), hicieron que la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria 89/646/CEE, de 5 de diciembre, optase por el modelo de banca universal (41), y que de tal forma se permitiese a las entidades de crédito su intervención activa en actividades más allá de las típicamente bancarias.

De este modo, y teniendo en cuenta que la Comisión de la CEE reconoció el proceso de desintermediación y la desespecialización en el que la realidad bancaria se encontraba, se pensó que con la 2.ª Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, de 5 de diciembre, se recibiría un sistema en el que la conceptuación de las entidades de crédito haría abandonar la idea de la intermediación indirecta en el crédito como nota esencial (42). Pero esto no fue así, dado que la adecuación de la definición no se efectuó alterando la noción establecida

---

(39) Un ejemplo de política legislativa correctora ha sido la emprendida por el legislador alemán (vid. JARC, F., "Banche e mercati mobiliari in Germania...", op. cit., p. 383), que vino introduciendo en los años ochenta procedimientos de liberalización y vigilancia de los mercados financieros con el fin de superar las deficiencias planteadas por el modelo bancario universal.

(40) Advirtiendo la transcendencia de la banca universal como técnica que permite el aumento de los volúmenes de competencia e innovación en el mercado se han pronunciado AGUSTÍN, D., "Hacia la Europa de los bancos", *RDBB* n.º 31, 1988, p. 510 y AMATO, D., "Banca universale e teoria dell'intermediazione finanziaria: note introduttive", *Riv. Econ. Dir. Terziario,* n.º 3, 1994, pp. 956 a 958.

(41) De igual modo que advierte CLAROTTI, P.; "La realización del mercado interior bancario. El estado de la cuestión", *PEE*, n.º 54, 1993, p. 54, es de relevancia la indicación de que el modelo de banca universal es una fórmula seguida, que no impuesta, por la Directiva 89/646/CEE, dado que pone de manifiesto la organización de la norma comunitaria bajo un principio de neutralidad que consiente la vigencia de otros modelos y por la que el legislador italiano —tal y como refieren BOCHICCHIO, F., "Banche esercenti attivitá di intermediazione mobiliare. Intermediazione creditizia e intermediazione mobiliare a confronto", *Riv. Economia. Dir. Terziario,* 1993, pp. 529 y 530; CAMMARANO, G., "L'impresa di intermediazione finanziaria nella nuova legislazione", *Riv. Societá*, 1993, pp. 1174 a 1194; VICENZINI, M. y TREQUATTRINI, G.L., *Profili di innovazione insituzionale nell'intermediazione finanziaria...*, op. cit., pp. 38 y 119 a 127, STEINHERR, A., "Hacia un mercado financiero único en Europa", *PEE*, n.º 49, 1991, p. 35— pudo establecer un sistema basado en la libre determinación en la elección entre el modelo de desespecialización representado por la banca universal (artículo 5 del texto único de las leyes en materia bancaria y crediticia aprobado por el D. Legislativo n.º 385, de 1 septiembre de 1993, si bien no permite a la banca la relación directa de la actividad aseguradora y la actividad de gestión de fondos comunes de inversión reservada a la sociedad especializada), y el grupo polifuncional, que era la fórmula donde la oferta se diversificaba de un modo fraccionado entre sujetos jurídicamente separados y que era la empleada en Italia cuando la banca universal estaba proscrita legalmente.

(42) En este sentido se pronunció SÁNCHEZ CALERO, F., "La delimitación de la figura de 'entidad de crédito'...", op. cit., pp. 713 a 715.

por la 1.ª Directiva de coordinación bancaria (43), sino que se realizó por la configuración de la gama de operaciones activas, pasivas y neutras, que se podían ejercer según el reconocimiento mutuo (44) y que resultaron incorporadas a nuestro ordenamiento jurídico al adicionar a la Ley 26/1988, de 29 de julio, el artículo 52, mediante una Ley, la 3/1994, de 14 de abril, que además, atendió a modificar la lista de entidades de crédito del artículo 1.2 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, al excluir a las entidades oficiales de crédito y a la Caja Postal de Ahorros (45), y al establecer que las entidades de crédito de ámbito operativo limitado conservarían esta calificación hasta el 31 de diciembre de 1996, fecha a partir de la cual tendrían que haberse convertido en unos establecimientos financieros de crédito (46) que resultaban definidos en sentido negativo a la condición de entidad de crédito, no podían captar fondos reembolsables del público, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros análogos, cualquiera que fuera su destino y sólo

(43) Es decir, la 2.ª Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, de 5 de diciembre, al mantener la definición dada por la 1.ª Directiva de coordinación bancaria, 77/780/CEE, de 12 de diciembre, continuó optando por el criterio de considerar que son los dos tipos de operaciones, activas y pasivas, las que definen a las entidades de crédito, separándose de este modo de otras concepciones que toman en consideración una sola de las actividades, bien sea la captación de depósitos bien la concesión de créditos.

(44) Así pues, AGUSTÍN, D., "Hacia la Europa de los bancos...", op. cit., pp. 511 y 512, advirtió, que ante la diversidad de definiciones, y la variedad en la gama de actividades autorizadas existentes en los Estados miembros, la solución más lógica para ampliar la noción de entidad de crédito era el principio del mutuo reconocimiento.

(45) Estas exclusiones no han de ser entendidas en el sentido de que dejasen de ser entidades de crédito, sino en el sentido de que pasaron a quedar englobadas bajo el único concepto de *"bancos"* del artículo 1.2.b) del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, reflejando así la desaparición de la clásica distinción entre el banco privado y el público, dado que ante la reestructuración generada a partir de la Ley 25/1991, de 21 de noviembre, sobre el establecimiento de una nueva organización de las entidades públicas de crédito de capital estatal y creación de la Corporación Bancaria de España, S.A., quedó transformada la Caja Postal de Ahorros en sociedad anónima con estatuto de banco (artículo 2 de la Ley 25/1991, de 21 de noviembre) y vinieron a adquirir las hasta entonces entidades oficiales de crédito, Banco de Crédito Local, S.A., Banco Hipotecario de España, S.A. y Banco de Crédito Agrícola, S.A., la naturaleza de bancos (disposición adicional 3.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril), por lo que les resultó de aplicación el régimen general de éstos, siendo solamente el Instituto de Crédito Oficial el que, a diferencia del resto de las demás entidades públicas, continuó expresamente mencionado en el artículo 1.2.a) del Real Decreto Legislativo 1298/1986.

(46) De este modo, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y las sociedades de arrendamiento financiero debían transformarse en establecimientos financieros de crédito antes del 1 de enero de 1997. Transcurrido dicho plazo sin que hubiese tenido lugar la citada transformación, ni se hubiesen convertido en otro tipo de entidad de crédito, perderían su condición de entidad financiera (disposición adicional 1.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril y disposición transitoria 1.ª del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril).

podían ejercer las actividades previstas en la disposición adicional 1.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril [47].

Sin embargo, esta transformación no afectó a las sociedades mediadoras del mercado de dinero, y ello puesto que ya se entendían como una modalidad desaparecida con anterioridad a estos nuevos planteamientos, debido a que con la irrupción de nuevas entidades, surgidas con la reforma del mercado de valores, como las sociedades y agencias de valores, se desarrollaban algunas de sus principales funciones [48], lo cual ha quedado plenamente reflejado con la reforma operada a la Ley del mercado de valores por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, en tanto que al referirse a las empresas de servicios de inversión ya no las incluye como operadores del mercado de valores (artículo 64 de la LMV).

Como consecuencia de lo anterior, al considerarse que sólo el Instituto de Crédito Oficial, los bancos, las cajas de ahorro, la Confederación Española de Cajas de Ahorro y las cooperativas de crédito serían las denominadas como entidades de crédito, la noción aunadora permitía conservar sus características esenciales. Esto se debía a que, si bien hasta entonces las entidades de crédito de ámbito operativo limitado no cuestionaban el carácter empresarial y la justificación de la adopción de una disciplina común en favor de aquéllas al prestar sus funciones en el sector crediticio, sí que ponía en entredicho tanto su pluralismo institucional como la reserva de la actividad.

En efecto, lo primero se debía a que si bien la diversidad de operadores permitía aunarse en torno a criterios funcionales basados en la intermediación en el crédito, la lista de las entidades que ejemplificaban la posesión de tal condición, al incluir a aquellas cuyas actividad principal no consistía en la

---

[47] En efecto, la disposición adicional 1.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril, en su apartado 1 estableció que tendrían la consideración de establecimientos financieros de crédito las entidades que no fuesen de crédito y cuya actividad principal consistiese en ejercer una de las siguientes actividades:

"a) La de préstamos y créditos, incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y financiación de transacciones comerciales.

b) Las de 'factoring', con o sin recurso.

c) Las de arrendamiento financiero, con inclusión de las actividades complementarias previstas en el párrafo 8 de la disposición adicional séptima de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

d) Las de emisión y gestión de tarjetas de crédito.

e) La de concesión de avales y garantías, y suscripción de compromisos similares".

[48] En este sentido vid. MORENO ESPEJO, A., "Sociedades mediadoras del mercado de dinero y las sociedades gestoras de cartera", en *Derecho del mercado financiero...*, op. cit., p. 485; FERNÁNDEZ ARMESTO, J. y DE CARLOS BELTRÁN, L., *El derecho del mercado financiero*, Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 189, y LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito...*, op. cit., p. 71.

realización conjunta de operaciones de recepción y concesión de crédito, estas son, las sociedades de arrendamiento financiero, las sociedades mediadoras del mercado de dinero, las sociedades de crédito hipotecario y las entidades de financiación, ello terminaba por desvirtuar la esencia de la definición.

Pero además, lo segundo se producía dado que, si bien desde el artículo 28 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, se establecía la reserva a las entidades de crédito en la intermediación en el crédito indirecto como consecuencia de la exigencia de autorización administrativa para desarrollar la citada actividad, ésta quedaba limitada para unas entidades de crédito de ámbito operativo limitado que sólo podían circunscribir su actuación a lo determinado en la disposición adicional 1.ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por lo que no podía reservarse de tal forma la actividad hacia entidades que no tenían ni siquiera en su objeto social la posibilidad de intervenir como intermediadoras en el crédito.

Pero, con posterioridad, el Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, en el apartado 4 de su disposición adicional séptima, y el Real Decreto 696/1996, de 26 de abril, en su artículo 1, mostraron un nuevo cambio de mentalidad al otorgar a los establecimientos financieros de crédito la consideración de entidades de crédito, si bien indicando que no les resultaría de aplicación la legislación sobre garantías de depósito, además de estarles prohibida toda vía de financiación mediante captación de fondos reembolsables del público, por lo que fueron forzados a acudir a vías de financiación alternativas, tales como las emisiones de valores sujetas a la Ley del mercado de valores y la posibilidad de titulizar sus activos con sujeción a la normativa general reguladora de los fondos de titulización (49). Esta innovación efectuada por el legislador permite ser explicada desde la consideración de que se debió a que la no conceptuación de los futuros establecimientos financieros de crédito como entidades de crédito podía tener consecuencias negativas en su financiación bancaria, ya que los activos que presentaban créditos sobre entidades de crédito tenían una ponderación del 20% en cuanto a los requerimientos de recursos propios, mientras que si se consideraba a los establecimientos financieros de crédito como entidades de crédito la ponderación de tales préstamos se basaría en el 100% (50).

Finalmente, la Directiva 2000/46/CE, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades, ha atendido a modificar una vez más el concepto de enti-

---

(49) Vid. VALENZUELA GARACH, F., "Contratos bancarios de pasivo", en AA.VV. (dir. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J.), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel Derecho, Barcelona, 1997, p. 433.

(50) En este sentido vid. LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito*..., op. cit., p. 74.

dad de crédito. Esto se debe a que, consciente de que además de efectuarse esta actividad por las entidades de crédito comenzaba a constituirse como objeto social exclusivo de otras sociedades —las llamadas entidades de dinero electrónico—, y dado que la esencia de la prestación de tal actividad se encuentra establecido en torno a la seguridad y confianza que debe otorgar el que efectúa el intercambio, necesitaba darse la conveniente tutela a estas últimas a través del desarrollo de una adecuada cobertura legal. Para ello, pues, la Directiva 2000/46/CE ha empleado la técnica legislativa de incluir en el concepto de entidad de crédito a estos operadores, para de esta forma posibilitar que las mismas normas de ordenación y disciplina que velan por otorgar la adecuada confianza en la prestación de la actividad a la clientela bancaria, y en las que se sustenta su credibilidad y solvencia, se extiendan también hacia las sociedades con objeto social exclusivo, al ser tal concepto el objeto de aplicación de tales normas, y ello aun cuando de esta forma se forzase la noción de entidad de crédito (51).

Así las cosas, la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la modificación del concepto de entidad de crédito previsto en la citada Directiva 200/46/CE se ha producido a través del artículo 21.11 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, por el que se ha venido a modificar el artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio (52).

---

(51) En este sentido vid. la crítica efectuada a esta forma de actuación en ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., "Efectos jurídicos de los avances tecnológicos en la definición de las entidades de crédito", *RCE*, n.º 57, 2005, pp. 29, 60 y 61.

(52) "*Artículo 1. Definición.*—1. A efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento europeo y del Consejo de 20 de marzo de 2000 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se entiende por entidad de crédito:

a) Toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza.

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

2. Se conceptúan entidades de crédito:

a) El instituto de crédito oficial.
b) Los bancos.
c) Las cajas de ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
d) Las cooperativas de crédito.
e) Los establecimientos financieros de crédito.
f) Las entidades de dinero electrónico".

Como consecuencia de todo lo anterior se pone de manifiesto que, si bien la banca había sido un sector sujeto a una regulación sumamente estricta que ponía de manifiesto la existencia de una segmentación funcional y geográfica que otorgaba poco espacio para la iniciativa y la innovación, tanto la desregulación experimentada como la política legislativa que se tuvo que producir en aras de la integración de España en la Comunidad Europea han sido los factores que le han permitido adquirir una dinámica liberalizadora que le ha llevado a una situación sin restricciones esenciales a la competencia (53). De esta forma, se ha generado una flexibilización de las normas del sistema bancario tal, que la banca ha podido adquirir libertad para elegir las actividades o estructuras más acordes con su vocación (54). Fruto de lo anterior, se ha posibilitado la creación de entidades más sanas, capaces de competir y acometer transformaciones en sus productos y, de tal forma, se ha permitido configurar una evolución tal en sus márgenes de intermediación, que les posibilita para la prestación de servicios que entran en competencia con los ofertados por las entidades especializa-

(53) Considerando a los referidos factores como ocasionantes del aumento de competencia bancaria se han pronunciado BARZAGHI, A., *Il Sistema Bancario Spagnolo e integrazione europea*, Ed. Il Mulino, Bolonia, 1993, pp. 73 y 74; BALLARÍN, E., "Rentabilidad y competitividad en el sector bancario español", en *La banca española de los noventa*, Ed. Colegio de Economistas de Madrid, Madrid, 1990, pp. 176 y 177; CARBÓ VALVERDE, S., "Recursos propios, capital crunch y dimensión bancaria", *PEE*, n.º 58, 1994, p. 106; GRIMÀ, J.D. y VON LÖHNEYSEN, E., "Nuevas estructuras organizativas para bancos y cajas universales", *PEE*, n.º 49, 1991, p. 221; GARCÍA VAQUERO, V., "Los mercados de valores: perspectivas de la bolsa española", *ICE*, n.º 48, 1995, pp. 39 y 47; LORENTE CELAYA, M.A. y FORTELA PEÑAS, M., "A finales de 1997 no habrá mas que tres grandes grupos bancarios españoles", *PEE*, n.º 58, 1994, p. 358; EGEA KRAUEL, C., "Hay que volver al papel tradicional de intermediación y de fomento del ahorro", *PEE*, n.º 58, 1994, p. 327; VIVES TORRENTS, X., "Desregulación y reforma regulatoria en el sector bancario", *PEE*, n.º 58, 1994, p. 1 y ZURUTUZA REIGOSA, E., "Algunas reflexiones sobre la liberalización del sistema financiero", *PEE*, n.º 7, 1981, p. 91.

(54) Pronunciándose sobre este proceso vid. TERMES CARRERO, R., "La banca y la reforma del sistema financiero", *PEE*, n.º 7, 1981, p. 68; TORIBIO, J.J., "La reforma financiera y el futuro de la banca", *PEE*, n.º 7, 1981, pp. 50 y 51; BENGOECHEA, J. y PIZARRO, J., "Las nuevas fronteras del negocio bancario", *PEE*, n.º 54, 1993, pp. 85 y 86; GUTIÉRREZ JUNQUERA, F., "Los mercados financieros españoles: una introducción", *ICE*, n.º 48, 1995, pp. 11 y 13; BARZAGHI, A., *Il Sistema Bancario Spagnolo...*, op. cit., p. 27; VIVES TORRENTS, X., "Desregulación y reforma...", op. cit., pp. 3 y 7 y GRIMÀ, J.D. y VON LÖHNEYSEN, E., "Nuevas estructuras organizativas para bancos y cajas...", op. cit., p. 221. Pronunciándose expresamente sobre la afectación del citado cambio a las cajas de ahorros, donde las restricciones eran más, severas, vid. TERCEIRO LOMBA, J., "Singularidades en el sistema financiero español: la situación de las cajas de ahorros", *ICE*, n.º 48, 1995, pp. 21 y 22, y PAMPILLÓN, F., "Cajas de Ahorros de la CEE: El proceso de libertad operativa, fusión y concentración", *PEE*, n.º 46, 1991, pp. 162, 163 y 167.

das en el mercado de valores, y que ha producido que las tradicionales demarcaciones existentes entre los intermediarios financieros se tornen borrosas, perdiendo incluso de esta manera una gran parte de su importancia.

## III. EL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES: DE LA DISPERSIÓN NORMATIVA HACIA EL PROCESO DE HOMOGENEIZACIÓN

El origen del principio de especialización en el mercado de valores parte de la reserva propia y exclusiva para efectuar operaciones en bolsa que se efectuaba en favor de los agentes de cambio y bolsa, introducidos en nuestro Derecho por el Real Decreto de 10 de septiembre de 1831, de creación de la Bolsa de Madrid, como exportación del modelo francés del *"agent de change"* y regulados por las normas que específicamente les dedicaba el Código de Comercio (artículos 100 a 105) y el Reglamento de bolsas de comercio aprobado por el Decreto 1506/1967, de 30 de junio.

Ahora bien, tales operadores presentaban limitaciones en su actuación. Esto se debía, en primer término, a que los agentes de cambio y bolsa atendía de manera efectiva a la tutela de los inversores por el cauce de la seguridad jurídica, pero no de la seguridad económica, al carecer de los requisitos de capital y de coeficientes que permitiesen asegurar de antemano las responsabilidades que se derivasen de una mala actuación (55). En segundo lugar, surgía dado que, si bien

(55) La seguridad económica se efectúa en el mercado por las entidades financieras especializadas en tanto que, dada su condición de sociedades que detentan una exigencia de medios económicos (vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "Aspectos generales de las actividades parabancarias...", op. cit., p. 335), *"estarán habilitadas para asegurar la solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos potenciales"* (Exposición de Motivos de la LMV n.º 12), lo cual ha permitido conseguir la absoluta seriedad y solvencia de todos los miembros del mercado (VALENZUELA GARACH, F., *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 79; DE GISPERT PASTOR, M.ªT., "La protección legal de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña", *RDBB*, n.º 5, 1982, pp. 9 y 10) y la posibilidad de hacer frente a las responsabilidades derivadas de una mala transmisión cuya resolución por los mecanismos tradicionales del derecho de cosas no es posible, o conduce a situaciones poco satisfactorias, al reconocerse en el artículo 7.6 de la LMV un sistema de responsabilidad objetiva en favor de la entidad incumplidora. En este sentido vid. RECALDE CASTELLS, A., "En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y su régimen de publicidad", *RDBB*, n.º 50, 1993, p. 403, y DÍAZ MORENO, A., "La prenda de anotaciones en cuenta", *RCDI*, n.º 1, 1991, pp. 385 y 386.

actuaban como comisionistas (56), no podrían efectuar una amplia variedad de servicios financieros fruto de su condición de contratos de empresa (57). Y en tercer término, se debía a la imposibilidad que tenían de actuar fuera de su plaza.

Así pues, para que se pudiese originar un mejor cumplimiento de los deberes profesionales de los agentes de cambio y bolsa ante la complejidad de sus actuaciones, el Real Decreto de 28 de mayo de 1982 y la Orden Ministerial de 18 de junio de 1982 (58) procedieron a la constitución de las sociedades instrumentales de agentes de cambio y bolsa y corredores de comercio. De esta forma se crearon sociedades profesionales de bolsa bajo la forma de sociedades anónimas de agentes que, bajo la tenencia de un objeto social exclusivo referido a la mediación en el mercado y a la prestación de servicios complementarios y accesorios (59), un capital social mínimo, adecuada organización, óptimos recur-

---

(56) Los agentes de cambio y bolsa no eran mediadores de comercio porque no se limitaban a poner en relación a los contratantes, quedando fuera del contrato resultante de su actividad (vid. GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil,* tomo 1, Ed. RDM, Madrid, 1949, pp. 1457 a 1474; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de derecho mercantil...,* op. cit., p. 466). Además, tampoco eran agentes, puesto que no ejercitaban sus funciones con el vínculo de continuidad y estabilidad, y porque actuaban en su propio nombre (en este sentido vid. GARRIGUES, J., "Los agentes comerciales", *RDM,* n.º 83, 1962, pp. 7 y ss.; VALENZUELA GARACH, F., *El agente comercial,* Ed. Estudia Albornotiana, Zaragoza, 1986, pp. 13 y ss.).

(57) Los contratos de empresa son negocios jurídicos que sólo es posible efectuar por una empresa entendida como organización, dadas las exigencias de la protección de la solvencia, liquidez y rentabilidad que se requieren para su realización. Estas son palabras de ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero...,* op. cit., p. 333.

(58) Si bien el Decreto de 23 de agosto de 1975, desarrollado por OM de 6 de mayo de 1977, autorizó la constitución de Asociaciones de Agentes de Cambio y Bolsa (en cuanto a su actuación como mediadores, no como fedatarios) para hacer frente a las limitaciones que los agentes de cambio y bolsa tenían en su actuación, no fue ésta considerada como la vía de cooperación más eficiente, y ello puesto que estas asociaciones carecían de personalidad jurídica, y las limitaciones profesionales de actuación seguían siendo las mismas. En este sentido vid. RUIZ CABRERO, J., "Las sociedades instrumentales", *RDBB,* n.º 14, 1984, p. 297.

(59) De esta forma se permite reflejar, de las sociedades instrumentales de agentes de cambio y bolsa, su condición de menos mediadoras y más comerciales. Esto se debe a que, si bien los agentes mediadores ya detentan la naturaleza de comerciantes, dada su capacidad para el ejercicio de una actividad mercantil contractual de gestión de intereses ajenos, (artículo 1.2 y 94.2 Cco.) (vid. POLO SÁNCHEZ, E., "Sobre la calificación jurídica del agente de cambio y bolsa", en AA.VV., *Coloquio de derecho bursátil,* Ed. Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales, Universidad de Bilbao, 1970, pp. 335 y ss.), consideramos que es a partir de la creación de las sociedades instrumentales de agentes mediadores cuando, fruto del otorgamiento de servicios que son susceptibles de complementar el ámbito mediador, se comienza a posibilitar el desarrollo de una auténtica función comercial, en tanto que es la propia sociedad y no los agentes la que, como entidad dotada de personalidad propia y separada de sus socios, podría realizar operaciones en las que se permitiere salvar la restricción al ejercicio de la actividad comercial por cuenta propia que era detentada por los agentes de cambio y bolsa (artículo 96.1 Cco.).

sos propios y efectiva liquidez, establecían la superación del carácter personal en la prestación de servicios profesionales de mediación (60), constituyendo sujetos aptos para garantizar la protección de los que invierten en el mercado en aras de la seguridad económica, y permitían actuar en un ámbito geográfico mayor del detentado de modo individual por los agentes.

Así, pues, fue como el modelo societario como vía para el desarrollo de la intermediación directa y de servicios financieros en el mercado se fue gradualmente perfilando hasta llegar a la configuración de una verdadera entidad financiera con la Ley 24/1988, del mercado de valores.

De esta forma, si bien *a priori* se podría haber entendido que la realización en el mercado de valores de las nuevas operaciones, presentadas como alternativas para el empleo del ahorro mediante la técnica de asignación directa en la financiación donde la intermediación financiera, permite ser clasificada como mediación, comisión, o por atender a la comercialización de innovadores productos, valores e instrumentos financieros (61), frente a la clásica fórmula de la intermediación financiera indirecta presentada en el mercado crediticio, esto es, la interposición de las entidades de crédito entre los operadores del mercado para asumir posiciones acreedoras o deudoras (62), podía haber sido atendida por

---

(60) De este modo el sistema organizativo español del mercado de valores, asentado sobre el modelo latino y caracterizado por la presencia de miembros individuales, esto es, por agentes mediadores individuales, éste fue sustituido por el modelo anglosajón constituido por miembros societarios, es decir, por agentes mediadores "organización". En este sentido vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "Las normas de actuación en el mercado de valores. Primeras reflexiones sobre el RD 629/1993", *RDBB*, n.º 50, 1993, p. 335; OLIVENCIA RUIZ, M., *Ley del mercado de valores y agentes mediadores del comercio*, Ed. La Ley, Madrid, 1995, p. 46; FORESTIERI, G. y ONARO, M., "Lo sviluppo dei sitemi financieri e l'integrazione fra banche e mercati mobiliari", en ANDERLONI, L., FORESTIERI, G., JARC, F., GUALANDRI, E., LANDI, A. y ONADO, M., *Banche e mercati mobiliari. Teoria ed experienze europee*, Ed. Egea, Milán, 1992, pp. 3 y 4.

(61) Poniendo de manifiesto cómo las empresas y las familias han venido modificando sus hábitos y cultura financiera exigiendo una mayor remuneración y servicios, y encontrando en el mercado de valores la vía más eficiente para la realización éstos; vid. VALENZUELA GARACH, F., *La información en la sociedad...*, op. cit., p. 98; NIETO CAROL, U., *El mercado de Valores*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 32; FORESTIERI, G. y ONARO, M., "Sviluppo dei sistemi financieri e integracione banca-mercato mobiliario", en AA.VV., *Banche e mercati mobiliari (teoria ed experienze europee)*, Ed. Egea, Milán, 1992, pp. 12 y ss.

(62) Mediante los contratos bancarios la banca realiza su función esencial de interposición en el crédito, recibiendo fondos del público en operaciones pasivas que vincula a la concesión de crédito en operaciones activas. Esto es, según GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, Ed. Aguirre, Madrid, 1975, pp. 25 a 55, una mediación en el crédito indirecto, pues la banca no se limita a acercar a quien ofrece crédito y a quien lo necesita en una mediación directa, sino que recibe crédito y lo concede como deudor y acreedor interponiéndose en aquél. La banca realiza de este modo una verdadera transformación morfológica del ahorro.

los clásicos intermediarios que ya existían en el mercado financiero, mediante un proceso de especialización por el cual hubiesen sido objeto de vinculación a los nuevos espacios en los que no operaban, se consideró más oportuno actuar mediante la superación de la normativa vigente. Esto es, se consideraba más factible realizar las operaciones por nuevos intermediarios y no por los tradicionales, puesto que si no significaría la imposición de una disciplina uniforme que hubiese establecido límites a las operaciones financieras desarrolladas (63), y que podía haber generado vínculos innecesarios (64).

Como consecuencia de lo anterior, con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores se procedió a otorgar en este sector del mercado financiero una organización *ex novo* que en relación con el principio de especialización de los intermediarios operantes en el mercado significó la determinación de un régimen basado en el principio de exclusividad, aun cuando no dotado de naturaleza excluyente. Es decir, junto con las sociedades y agencias de valores,

---

(63) Las limitaciones más importantes susceptibles de imposición a la banca privada, en aquellos momentos, eran las derivadas de:

— El control monetario, de las que procedían entre otras imposiciones las relativas a los coeficientes de caja (Decreto Ley 56/1962 y Orden Ministerial de 2 de diciembre de 1970) y depósitos obligatorios (artículo 46 LOB, Decreto Ley de 15 de diciembre de 1960 y Decreto Ley 56/1962, de 6 de diciembre).

— La supervisión financiera, realizada por la exigencia de balances y cuentas de resultado (Orden Ministerial de 28 de junio de 1950, completada por la Circular de la Dirección de Banca y Bolsa de 17 de junio de 1950 y Órdenes Ministeriales de 10 de enero de 1951, de 4 de marzo de 1974 y de 16 de enero de 1976), el requerimiento de la publicación de los datos individuales por bancos procedentes del balance público (OM de 31 de octubre de 1973), el sometimiento de la banca privada a inspección (artículo 17 del Decreto Ley de 7 de junio de 1962), la imposición de sanciones (artículo 57 de la LOB de 31 de diciembre de 1946), la intervención de los bancos (Real Decreto Ley 5/1978, de 6 de marzo), y la necesidad de constituir el fondo de garantía de depósito (Real Decreto 3048/1977, de 11 de noviembre, y Real Decreto 34/1978, de 16 de enero).

— La autoridad de tutela, detentada por el Banco de España.

— La expansión geográfica; en tanto que la apertura de los bancos quedaba sometida a la capacidad de expansión comprobada por el Banco de España (Decreto 225/1974, de 9 de agosto, Orden Ministerial de 20 de septiembre de 1974 y Orden Ministerial de 3 de mayo de 1976), y puesto que se exigía para las nuevas oficinas el sometimiento a unas normas sobre medidas de seguridad (Decreto 554/1974, de 1 de marzo).

(64) Se pueden entender como vínculos innecesarios las normas que imponían un sistema de coeficientes obligatorios de inversión, donde los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito han tenido regulaciones no coincidentes en cuanto a los activos computables o por lo que se refiere a los niveles de cobertura exigidos, hasta que por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, se aplicó a todas las entidades de depósito un tratamiento uniforme suprimiendo las ventajas o agravios comparativos existentes (vid. LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito*..., op. cit., pp. 212 y 213), y ello puesto que para los nuevos intermediarios financieros la innovación financiera permitía transferir el riesgo de precio o crédito.

concebidas como sujetos del mercado propios o principales (65), substitutivos de los agentes de cambio y bolsa, se situaba un sistema de *numerus apertus* que permitía el desempeño de determinadas funciones a entidades carentes de una relación directa y permanente en el mercado, tal y como eran las entidades oficiales de crédito, los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito (66), las sociedades mediadoras del mercado de dinero (67), las sociedades gestoras de

---

(65) En efecto, tales calificativos atribuidos por CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado de valores*, Ed. Dykinson, Madrid, 1992, p. 68, y TAPIA HERMIDA, A.J., "Los contratos bancarios de depósito, administración y gestión de valores negociables", en AA.VV. (dir. GARCÍA VILLAVERDE, R.), *Contratos bancarios*, Ed. Civitas, Madrid, 1992, pp. 611 y 612, se debían al hecho de querer reflejar que las sociedades y agencias de valores eran los únicos que frente al resto detentaban un objeto social que podía quedar integrado por todas las actividades propias y específicas del mercado de valores. Esto es, las funciones atribuidas por la Ley (antigua redacción de los artículos 70 y 71 de la LMV) y su desarrollo reglamentario (artículos 21, 22 y 23 del Real Decreto 276/1989, sobre sociedades y agencias de valores, y artículo 1 de la Orden de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado), además de poder realizar las actividades comprendidas en el artículo 77.1 de la LMV, al no quedar éstas restringidas a personas o entidades determinadas.

(66) Es decir, de este modo, a las entidades situadas en el mundo del crédito se les permitía ejercer un papel en el mercado de valores, pero no la actividad de negociación de valores (artículos 70 y 36 de la redacción original de la LMV), y la detentación de la condición de miembros de las bolsas de valores (artículos 48 y 64 de la redacción original de la LMV), así como llevar el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta no admitidos a cotización [artículo 76.2.a) de la redacción original de la LMV], además de estar sometidas a la cláusula de precariedad (artículo 76.3 de la redacción original de la LMV), por la que se facultaba al Gobierno para que por vía reglamentaria, limitase, o incluso excluyese, a las citadas entidades en la realización de las actividades que le habían sido conferidas.

(67) Las actividades ubicadas en el objeto social exclusivo de las sociedades mediadoras del mercado de dinero (SMMD), en relación con el mercado de valores (vid. DE GISPERT PASTOR, M.ª T., "Las sociedades mediadoras en el mercado de dinero", *RDM*, n.º 189-190, 1988, p. 450; MORENO ESPEJO. A., "Las sociedades mediadoras en el mercado de dinero...", op. cit., pp. 476 y 477; NIETO CAROL, U., *El mercado de valores...*, op. cit., p. 463 y CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado de valores...*, op. cit., p. 563) se encontraban determinadas en la redacción del artículo 76.2.c) de la LMV, antes de su reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, el cual les confería el desarrollo de las siguientes actividades, si bien sólo en relación con el mercado de deuda pública de anotaciones en cuenta. Estas son:

— Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas si están autorizadas para ello, o transmitirlas para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.

— Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.

— Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.

— Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la LMV.

cartera [68], y los corredores colegiados de comercio según a su condición de agentes mediadores.

Así pues, configurado el mercado de valores, éste venía a caracterizarse por una pluralidad de operadores que regulados con una disciplina especial para cada uno de ellos permitía advertir que la innovación de los intermediarios financieros no bancarios estaba ocasionada por la conveniencia de operar en los nuevos espacios del mercado mediante la superación de la normativa vigente. De esta forma se podía considerar que fue esta necesidad de progreso la opción que permitió la adopción de las fórmulas que resultaren más adecuadas para permitir el desarrollo en los nuevos espacios de la realidad financiera, y el factor que vino a estimular la innovación.

No obstante, si bien el mercado de valores se caracterizaba por la diversidad de sus operadores, cada uno dotado de un régimen normativo propio, se permitían deducir de entre la heterogeneidad ciertos rasgos comunes, por lo que se posibilitaba así que sobre la base de unas mismas reglas generales se recibiese una disciplina especial para cada tipo de entidad financiera, y que se favoreciese, de tal modo, de cierta uniformidad para que las actividades desempeña-

---

Además de las citadas actividades las sociedades mediadoras del mercado de dinero también podían realizar las relativas al *"asesoramiento a terceros y de difusión de información en materias relacionadas con el mercado de valores"* (redacción del artículo 77.1 de la LMV anterior a la reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre), puesto que dichas operaciones no estaban restringidas a personas o entidades determinadas.

[68] De este modo, consideramos que las sociedades gestoras de cartera tendrían un objeto social exclusivo constituido por: la gestión de las carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión [redacción del artículo 76.2.d) de la LMV antes de su reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre]; la mediación en la colocación de emisiones de valores en favor de personas que les hayan confiado la gestión de sus carteras (artículo 82.2 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva) asesorar a terceros, así como la difusión de información en materia relacionada con el mercado de valores (redacción del artículo 77.1 de la LMV anterior a la reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre). Consideramos así su objeto social exclusivo, pese a la redacción no determinante dada por el Reglamento de IIC, y ello puesto que el artículo 36.1 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, al referirse al desarrollo habitual de la actividad, permite deducir la vigencia del principio de especialización para ellas, el cual, ya que no les resultará vinculante por el principio de exclusividad o reserva legal, lo será por su objeto social limitado. Vid. en este sentido MORENO ESPEJO, A., "Las sociedades mediadoras...", op. cit., p. 491, y, en sentido contrario, CACHÓN BLANCO, J.E., "Derecho del mercado...", op. cit., p. 668, el cual considera que *"el objeto social de estas entidades no ha de ser necesariamente exclusivo... aunque la actividad de gestión de carteras ha de ser principal para las mismas"*.

das en el mercado de valores fueren realizadas con cierta paridad de tratamiento [69] a pesar de la diversidad de sujetos que las ejercitasen [70].

De esta forma, se permitía advertir una intención homogeneizadora en torno a una serie de características comunes que otorgaba a todos ellos:

1.º Su configuración como sociedad mercantil. La exigencia por la legislación financiera a las entidades operantes en el mercado, no ya sólo de una determinada forma societaria, sino también de una serie de peculiaridades en su *status* jurídico, mediante la imposición de unos requisitos operativos de acceso al mercado, así como de información, liquidez y solvencia [71], tiene su reflejo

---

[69] El ejemplo más significativo de esta tendencia aunadora fue expuesto por la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, la cual, en su exposición de motivos, establecía que *"anima la ley una clara intención homogeneizadora de tal forma que unas mismas reglas generales sean aplicables a todos los tipos de entidades financieras. El especial régimen normativo al que están sujetas las entidades, las sociedades y agencias de valores... hacen, sin embargo conveniente dictar disposiciones especiales para cada una de ellas"*.

[70] En relación con la necesidad de atender a una línea homogeneizadora en el desarrollo de idénticas actividades por diversos operadores se pronuncia SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "A modo de prontuario sobre una reforma polémica: la Ley 24/1988 del Mercado de Valores", *RDM*, n.º 192, 1989, pp. 274 y 275, al considerar que han de establecerse unas *"condiciones para que ese ejercicio compartido no se resuelva en una desigualdad concurrencial en el desempeño de actividades homogéneas"*, y en relación con el ordenamiento italiano se pronuncia MONFERRÁ, S., "La diferenziazione degli Intermediari Creditici: equità competitiva e regolamentazione", *Riv. Italiana dei leasing*, n.º 3, 1994, pp. 736 a 738, el cual, al atender al estudio de los intermediarios financieros no bancarios, estima la necesidad de obtener una paridad de tratamiento ante la realización de una misma actividad por intermediarios de tipología diversa.

[71] Para las sociedades y agencias de valores, según lo establecido en el artículo 2 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, se exigía la forma de sociedad anónima, si bien se consideraban sociedades anónimas especiales [vid. en este sentido NIETO CAROL, U., "Las sociedades y agencias de valores como sociedades anónimas especiales", *RDBB*, n.º 46, 1992, p. 437; AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., "Los sujetos del mercado", en AA.VV., *El nuevo mercado de valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del mercado de valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 995*, ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, pp. 35 a 38, y MADRID PARRA, A., "La sociedad anónima pública y otras sociedades anónimas especiales", en AA.VV. (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), *Derecho mercantil*, t. I, Ed. Ariel, 1995, pp. 462 a 468)], y ello puesto que, junto a la aplicación de la LSA, el legislador establecía la exigencia de una serie de peculiaridades en su *status* jurídico, en aras de la finalidad que detentaban, otorgadas mediante una regulación específica encontrada en la LMV, en el Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, en la Orden de 28 de julio de 1989, sobre coeficiente de solvencia y de liquidez de sociedades y agencias de valores y en varias Circulares de la CNMV (Circular 5/1989, de 25 de octubre, sobre comunicación y difusión de informaciones relativas a las sociedades y agencias de valores; Circular 7/1989, de 5 de diciembre, sobre representación de sociedades y agencias de valores; Cir-

en su relación con el inversor y el mercado, en tanto que permite establecer, fruto del otorgamiento de una adecuada seguridad jurídica y económica, un óptimo marco de confianza (72) necesario para la gestión de los riesgos deriva-

---

cular 9/1989, de 20 de diciembre, sobre auditorías de las sociedades y agencias de valores; Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores; Circular 6/1992, de 30 de diciembre, sobre exigencias de recursos propios de sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables, y Circular 1/1993, de 3 de marzo, sobre normas contables de consolidación aplicables a los grupos y subgrupos de sociedades y agencias de valores, entre otras).

Para las SMMD también se exigía la adopción necesaria de la forma de sociedad anónima, si bien bajo la categoría "especial", puesto que sólo resultaría aplicable la Ley reguladora de sociedades anónimas en aquello que no apareciera contemplado por disposiciones que le resultaren específicamente aplicables, y que son las Órdenes de 12 y 30 de diciembre de 1980, el texto refundido de 7 de febrero de 1985 de sendos acuerdos del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 9 de enero y 26 de marzo de 1981, el Real Decreto 771/1989, de 28 de agosto, sobre creación de entidades de crédito de ámbito operativo limitado y el Real Decreto 1044/1989, de 28 de agosto, sobre recursos propios de entidades de crédito distintas de las de depósitos. Vid. DE GISPERT PASTOR, M.ª T., "Las sociedades mediadoras del mercado de dinero...", op. cit., p. 443; ORTEGA FERNÁNDEZ, R., "Las sociedades mediadoras del mercado de dinero", *RDBB*, n.º 3, 1981, p. 568, y MADRID PARRA, A., "La sociedad anónima pública...", op. cit., p. 461.

Para las sociedades gestoras de cartera se establecía que, de acuerdo con el artículo 81 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre), debían constituirse como sociedades mercantiles adquiriendo la condición de especiales ante el sometimiento de éstas a unas exigencias particulares establecidas por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de julio de 1992, que habilitaba a la CNMV para establecer o modificar los registros que deberán llevar las sociedades gestoras de carteras y la Circular 5/1992, de 28 de octubre, de la CNMV sobre normas contables y estados financieros reservados de las sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Carteras. Vid. MORENO ESPEJO, A., "Las sociedades mediadoras del mercado de dinero y las sociedades gestoras de cartera...", op. cit., p. 487; MADRID PARRA, A., "Instituciones de inversión colectiva y financiación colectiva", *Derecho Mercantil...*, op. cit., pp. 353 a 364, y NIETO CAROL, U., *El mercado de valores...*, op. cit., p. 464.

(72) La condición de los intermediarios financieros como sociedades mercantiles a las que se les exigirá la tenencia de un mínimo capital social, medios, organización y recursos para el adecuado desempeño de sus actividades permite configurar una auténtica relación de confianza necesaria para la realización de las operaciones financieras (vid. ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero...*, op. cit., p. 333), y para la estabilidad y buen funcionamiento del sistema financiero del país (en este sentido vid. BERGES, A. y SORIA, P., *Comportamiento bursátil de la banca*, Ed. Civitas, Madrid, 1992, p. 35), surgida entre el inversor y el intermediario (lo cual ha permitido a SÁNCHEZ CALERO, F., "La bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta", en AA.VV., *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado. (Ciclo de conferencias, disposiciones legales, dictámenes y estudios preparatorios)*, Ed. Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, p. 199, hablar de la existencia en el mercado de valores de la *"fe del público"*, refiriéndola tanto a la confianza en el intermediario en sí como a la confianza que se otorga en la actividad que éste desarrolla. Esto es, esta relación de confianza resulta ser tanto *intuitus negotii* (en este sentido vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "A modo de prontuario...", op. cit., p. 273) como *intuitus personae*, dada la vigencia de normas de conducta y de relación con la

dos de los servicios financieros que conciertan (73), un eficiente margen de credibilidad en el mercado así como una mayor rentabilidad de las inversiones (74).

2.º Su sujeción —con la excepción de las sociedades mediadoras del mercado de dinero (75)— al régimen de supervisión, inspección y control ejercitado por la CNMV (76), y no por el órgano de control crediticio, esto es, el Banco

---

clientela (lo cual permite determinar que nos encontramos ante una auténtica *"ética del mercado financiero"*, en palabras de TAPIA HERMIDA, A.J., "Las normas de actuación en el mercado de valores...", op. cit., p. 316), la exigencia de que los administradores de la entidad financiera posean reconocida honorabilidad empresarial y profesional, además de conocimiento y experiencia, así como que el artículo 42 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, extienda, a través de la incorporación de una nueva letra (i) al apartado 1 del artículo 70 de la LMV, la exigencia de honorabilidad empresarial a los apoderados que representen a las empresas de servicios de inversión.

(73) Con la LMV y la instauración del comercio bursátil libre los intermediarios financieros, en su condición de firmas sociales privadas, se hacen detentadores, dada la exigencia de un mínimo de capital y recursos propios, así como de efectiva organización para el desarrollo de la actividad, de la suficiente seriedad y solvencia financiera. Esto permite configurarlos como la vía más eficiente en aras a establecer una estructura que actúe como garante de los riesgos asumidos por el desempeño de las operaciones financieras [en este sentido vid. ALMOGUERA GÓMEZ, A., *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Ed. Civitas, Madrid, 1995, p. 15; DACREMA, P., "Elementi di teoria del comportamento degli intermediari mobiliari", en AA.VV. (coords. BANFI, A. y DACREMA, P.), *La borsa e il mercato mobiliarie (organizzazione, strumenti, intermediari)*, Ed. Utet, Turín, 1994, pp. 278 a 285], y por considerar que sólo su estructura corporativa, con patrimonio y responsabilidad propios, garantizaba de forma suficiente el interés de los inversores. Advirtiendo también esta última indicación se pronuncia ABELLA SANTAMARÍA, J., "La directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la ley del mercado de valores", *RDBB*, n.º 53, 1994, p. 76.

(74) La extrema complejidad que suponía la realización de nuevos y sofisticados servicios que iban más allá de la simple transmisión del riesgo de liquidez (como los contratos de *swaps*, opciones y futuros) y que otorgaban a los inversores mayores rentabilidades, hacían necesario su desempeño mediante la articulación de unas adecuadas organizaciones capaces de hacer frente a los elevados costes originados por ellas. En este sentido BERNALDO DE QUIRÓS, L., "Los mercados financieros y la política económica", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, n.º 3, 1995, p. 84, alude a la necesidad de tener que realizar una auténtica obra de *"ingeniería financiera"* para la realización de las nuevas operaciones, de igual modo que atienden a la observancia de tal complejidad MONTI, E. y MESSINA, C., "La tecnica della securitisation", *Bancaria*, n.º 1, 1991, p. 7.

(75) Las SMMD quedaban sometidas, junto al régimen configurado en torno a la CNMV, a la supervisión e inspección del Banco de España, dado que, además de inscribirse en el Registro Mercantil como toda sociedad anónima, debían incorporarse posteriormente al Registro especial del Banco de España (vid. MORENO ESPEJO, A., "Sociedades mediadoras...", op. cit., p. 478), debiéndose solventar la confluencia de competencias, según lo previsto en el modificado artículo 87 de la LMV, desde la mutua cooperación y bajo el principio de tutela última de la solvencia de las entidades financieras afectadas.

(76) Artículo 84, 1.c) y 2.b), de la LMV, anterior a la reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre.

de España, salvo en lo concerniente a los intermediarios que detentasen la condición de entidades gestoras o titulares de cuentas a nombre propio en el mercado de deuda pública anotada (77).

3.º Su condición de entidades financieras especializadas en el desarrollo de las actividades relativas a los valores negociables en el mercado de valores. Es decir, los intermediarios financieros no bancarios prestaban sus funciones en el mercado de valores según un objeto social limitado, esto es, las sociedades mediadoras del mercado de dinero (78), las sociedades gestoras de cartera (79) y

---

(77) Es el artículo 87 de la LMV, anterior a la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, el que estableció que dada la consideración como organismo gestor de la Central de Anotaciones del mercado de deuda pública que detenta el Banco de España, éste ejercería "*facultades de supervisión e inspección sobre todos los titulares y entidades gestoras del mercado de deuda pública"*. Vid. CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del mercado...*, op. cit., p. 490; TAPIA HERMIDA, A.J., "La protección de la clientela en el mercado de valores", *RDBB*, n.º 63, 1996, p. 602.

(78) En relación con las actividades ubicadas en el objeto social exclusivo de las SMMD, en relación con el mercado de valores (vid. DE GISPERT PASTOR, M.ª T., "Las sociedades mediadoras...", op. cit., p. 450; MORENO ESPEJO. A., *Las sociedades mediadoras...* op. cit., pp. 476 y 477; NIETO CAROL, U., *El mercado de valores...*, op. cit., p. 463; CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del Mercado...*, op. cit., p. 563), éstos se encontraban determinadas en la redacción del artículo 76.2.c) de la LMV, antes de su reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, el cual les confería el desarrollo de las siguientes actividades, si bien sólo en relación con el mercado de deuda pública de anotaciones en cuenta. Estas son:

— Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas si están autorizadas para ello, o transmitirlas para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.

— Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.

— Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.

— Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la LMV.

Además de las citadas actividades, las sociedades mediadoras del mercado de dinero también podían realizar las relativas al "*asesoramiento a terceros y de difusión de información en materias relacionadas con el mercado de valores"* (redacción del artículo 77.1 de la LMV, anterior a la reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre), puesto que dichas operaciones no estaban restringidas a personas o entidades determinadas.

(79) De este modo, consideramos que las sociedades gestoras de cartera tendrían un objeto social exclusivo constituido por: la gestión de las carteras de valores de terceros [redacción del artículo 76.2.d) de la LMV antes de su reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre], la mediación en la colocación de emisiones de valores en favor de personas que les

las sociedades y agencias de valores [80] sólo atendían a realizar las funciones que normativamente les fueren otorgadas como expresión del principio de determinación del objeto social que rige en nuestro ordenamiento [81] en torno a los valores negociables, dada su condición de instrumento típico del mercado [82].

De esta forma, si bien en aras del principio general de unidad del mercado aquellas notas comunes que afectaban a la condición de los intermediarios financieros no bancarios permitían la observancia de cierta uniformidad entre la dispersión de normas reguladoras que afectaban a las entidades que operaban en el mercado de valores, este proceso de homogeneización vino a culminar legislativamente con la instauración, mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, de las empresas de servicios de inversión, noción que no ya sólo configuró bajo

---

hubiesen confiado la gestión de sus carteras (artículo 82.2 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva), el asesoramiento a terceros, así como la difusión de información en materia relacionada con el mercado de valores (redacción del artículo 77.1 de la LMV anterior a la reforma operada por Ley 37/1998, de 16 de noviembre).

[80] Las sociedades y agencias de valores detentaban un objeto social que debía limitarse a las actividades atribuidas por la Ley (antigua redacción de los artículos 70 y 71 de la LMV) y a su desarrollo reglamentario (artículos 21, 22 y 23 del Real Decreto 276/1989, sobre sociedades y agencias de valores, y artículo 1 de la Orden de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado), además de poder realizar las actividades comprendidas en el artículo 77.1 de la LMV, al no quedar éstas restringidas a personas o entidades determinadas, así como no proceder a la realización de las actividades prohibidas por los artículos 72 de la LMV y 28 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

[81] Sobre la vigencia en nuestro ordenamiento del principio de determinación del objeto social vid. VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de derecho mercantil...*, op. cit., p. 198; SÁNCHEZ CALERO, F., "El artículo 3 de la ley de Sociedades Anónimas", en AA.VV., (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Ed. Edersa, Madrid, 1997, p. 101; SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C., *El objeto social en la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1990, pp. 65 y ss.; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. y DÍEZ MORENO, A., "Nulidad de la sociedad", en AA.VV. (dir. URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. III, vol. 2, Ed. Civitas, 1995, p. 83. Sobre la presencia de este principio en la doctrina del derecho comparado, vid. VELASCO DE SAN PEDRO, L.A., "El artículo 9 de la Ley de Sociedades Anónimas", *Comentarios...*, op. cit., p. 292.

[82] En este sentido se pronuncian ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado*..., op. cit., p. 130; TAPIA HERMIDA, A.J., "Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores", en AA.VV. (coord. NIETO CAROL, U.), *Contratos bancarios y parabancarios*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1998, p. 1011; id., "Los contratos bancarios de depósito, administración y gestión de valores negociables", en *Derecho del Mercado Financiero...*, op. cit., p. 112, considerando que, si bien el dinero es el instrumento típico de la actividad bancaria, los valores negociables son los instrumentos tradicionales que utilizan las entidades financieras para el desarrollo de su actividad.

un mismo cuerpo legal —y sin perder su denominación específica— a las sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera (83) adscritas al régimen jurídico establecido por el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio (84), sino que además permitió establecer unos parámetros de homogeneización procedentes de otras entidades que, si bien se encontraban situadas tradicionalmente en otro sector del mercado financiero, actuaban de modo desespecializado en el mercado de valores, estas son las entidades de crédito.

De este modo, si bien el principio de especialización del mercado de valores inicialmente atendió a la configuración de una estructura normativa superadora de la disciplina uniforme aplicable a los intermediarios bancarios, posteriormente procedió a su ordenación en un contexto de bancarización normativa, dado que, ante la flexibilización normativa experimentada por éstos por la desregulación y la creación del mercado único bancario y la equiparación en actividades con las especializadas en el sector del mercado de valores (85), se hizo preciso que la búsqueda de la homogeneidad entre los intermediarios que operaban en el mercado de valores se efectuase en relación con las entidades de crédito (86), al depender la eficiencia del citado mercado —entre otros facto-

---

(83) Vid. el Título V de la LMV, que pasa a rubricarse *"Empresas de Servicios de Inversión"*.

(84) Dado que el primer objetivo de este desarrollo de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, se configura en la regulación del régimen administrativo al que quedarán sujetas las empresas de servicios de inversión en aspectos tales como los requisitos de acceso a la actividad y su operativa, la citada disposición viene a sustituir al Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores y a la regulación de las sociedades gestoras de carteras contenida en el Título IV del Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que también ha resultado modificado parcialmente por el Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero.

(85) Si bien las entidades de crédito tenían limitada su operatividad en el mercado de valores, con la reforma de la LMV por Ley 37/1998, de 16 de noviembre, quedaron habilitadas para el desempeño de las mismas actividades que les son conferidas a las empresas de servicios de inversión (artículos 65.1 de la LMV y 5 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio).

(86) Preconizando esta situación, no ya sólo se pronunció SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)", en AA.VV. (coord. SÁNCHEZ CALERO, F.), *Perspectivas actuales del Derecho mercantil*, ed. Aranzadi, Pamplona, 1995, p. 110, al considerar que cuando se produjese la apertura del comercio de valores a la banca se tendría que asegurar la equivalencia de condiciones concurrenciales para no colocar a las entidades de crédito en una posición más ventajosa, sino también la *Legal Restriction Theory* (sobre la citada teoría vid. FAMA, E.F., "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, n.º 6, 1980, p. 51, y JAO, Y.C.: "A liberation approach to monetary theory and policy", *Discussion Paper*, n.º 23, 1983, pp. 14 y 15), al estimar que la equiparación entre los intermediarios bancarios y no bancarios sólo podría configurarse atendiendo a la superación de los distintos vínculos y restricciones normativas a los que quedaban sometidos.

res— de una adecuada organización estructural que permitiese otorgar una amplia red de canales de intermediación entre el ahorro y la inversión (87), para lo cual se requería de potentes intermediarios que, situados en equivalentes condiciones concurrenciales, fuesen susceptibles de imprimir a las negociaciones de los valores una dinámica competitiva que potenciase los volúmenes de contratación de éstos.

## IV. ORIENTACIÓN DEL PRINCIPIO DE ESPECIALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA DISCIPLINA JURÍDICA BANCARIA

Así pues, y como reflejo de la citada tendencia a la homogeneización, las entidades especializadas en el mercado de valores permiten ser estudiadas a través de las analogías que detentan con respecto a la disciplina jurídica de las entidades de crédito (88).

### 1. Noción

Ante la búsqueda de una noción equivalente que incorporase a nuestro ordenamiento interno la fórmula reportada por el artículo 1.2 de la Directiva de Servicios de Inversión 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, dirigida a instaurar la definición de las entidades financieras operantes en el mercado de valores, nuestro legislador optó en el artículo 62.1 de la LMV, y de igual forma lo ha reiterado en el artículo 1.1 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, por una definición que, salvo en lo concerniente a la propia noción de la entidad especializada (89), y

(87) Sobre la transcendencia de la estructura organizativa como vía aseguradora de la eficiencia del mercado vid. FERNÁNDEZ FLORES, F., "El mercado de capitales del futuro y las bolsas de valores", *PEE*, n.º 19, 1984, p. 187, y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos", *Estudios de derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdera...*, op. cit., p. 979.

(88) De este modo, nos oponemos a la tesis mantenida por COSTI, R., "Crisi del principio di specializzazione delle imprese bancarie", *Giurisprudenza Commerciale*, n.º 1, 1985, p. 213, que estimaba que la identidad de actividades no reporta influencia entre las disposiciones jurídico-institucionales.

(89) Si bien en el ámbito comunitario la referencia era la de *"empresa de inversión"*, y en nuestro ordenamiento jurídico se optó por la de *"empresa de servicios de inversión"*, esta situación no ha pasado inadvertida para TAPIA HERMIDA, A.J., "Disposiciones generales y condiciones de acceso a la actividad de las empresas de servicios de inversión", en AA.VV. (coord. TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.), "La reforma del mercado de valores", *Cuadernos de la RDBB*, n.º 4, Madrid, 1996, p. 46, al poner de manifiesto la innecesaria longitud que adopta la fórmula empleada por la LMV, al alejarse de la denominación más correcta utilizada por la Directiva.

en lo relativo a la no indicación de los tipos de entidades excluidos de tal categoría (90), se pronuncia en iguales términos que los proclamados por el legislador comunitario, y ello puesto que procede a la configuración de una amplia categoría comprensiva de todos aquellos intermediarios financieros no bancarios cuya actividad principal consistiese en la prestación de servicios de inversión con carácter profesional a terceros.

Fruto de lo anterior, se observa cómo el concepto de empresa de servicios de inversión ostenta una definición funcional semejante a la detentada por las entidades de crédito, dado que son las actividades que realizan y no su estructura jurídica o pertenencia a un mercado organizado lo que determina su condición, además de por tratarse de un criterio aglutinador en torno a una categoría única que admite modalidades (91), y ello puesto que resulta análogo al concepto

(90) Si bien el legislador español no procedió a indicar qué y tipo de entidades quedaban excluidas de tal categoría, esta función sí que fue realizada por la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, considerando así ajenas a la referida noción a:

— Las empresas que presten estos servicios a su empresa matriz, a sus filiales o a otra filial de la matriz.

— Las personas que presten servicios de inversión de forma accesoria en el marco de una actividad profesional, regulada por normas legales, reglamentarias o por un código deontológico.

— Las empresas cuyos servicios consistan exclusivamente en la gestión de un sistema de participación de los trabajadores.

— Los bancos centrales de los Estados miembros, organismos similares y otros de carácter público que intervengan en la gestión de la Deuda Pública.

— Las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones o que operen por cuenta de otros miembros del mismo mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos y que estén avalados por una cámara de compensación.

— Las empresas de seguros, los organismos de inversión colectiva, así como sus gestores y depositarios y personas cuya actividad principal consista en negociar materias primas.

— Las empresas que al tener en depósito fondos o valores de sus clientes, presten un servicio de inversión consistente en realizar y transmitir órdenes sobre valores negociables y participaciones de organismos de inversión colectiva.

(91) Apreciando esta categoría unitaria y general ostentada por las empresas de servicios de inversión se han pronunciado TAPIA HERMIDA, A.J. y SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J., "La adaptación del Derecho Español del Mercado de Valores al derecho comunitario", *RDBB*, n.º 44, 1991, p. 1004; TAPIA HERMIDA, A.J., "La propuesta de Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios", *RDBB*, n.º 33, 1989, p. 213; ABELLA SANTAMARÍA, J., "La directiva relativa a los servicios de inversión...", op. cit., p. 72; ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto de la Ley de reforma de la LMV", *RdS*, n.º 4, 1995, p. 450, y AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., "Los sujetos del mercado...", op. cit., p. 40.

jurídico pluriforme detentado por las entidades de crédito [92] que, configurado en torno al Instituto de Crédito oficial, bancos, cajas de ahorro, Confederación Española de Cajas de Ahorro, cooperativas de crédito, establecimientos financieros de crédito y entidades de dinero electrónico, asegura la tenencia de unas condiciones similares de competencia, paridad de reglas y criterios de comportamiento necesarios para reportar una adecuada tutela tanto a los usuarios como a los operadores.

### 2. Habilitación para su constitución

Ante la necesidad de crear un acto de control preventivo antecedente, las empresas de servicios de inversión necesitan para su constitución de un acto administrativo de habilitación que, otorgado una vez verificada su adecuación al ordenamiento jurídico, resulta semejante con el sistema de autorización y los requisitos establecidos para el ejercicio del comercio de la banca.

Esta convergencia con el modelo bancario se pone de manifiesto en:

— Su carácter reglado. Se considera que la autorización otorgada por el Ministerio de Economía y Hacienda tanto para la creación de las entidades de crédito (artículos 43.1 y 43 bis.8 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, el cual considera que la citada competencia ha de entenderse sin perjuicio de las que tengan atribuidas las Comunidades Autónomas y de lo que resulte de los convenios entre el Banco de España y las Comunidades Autónomas a que se refiere la disposición adicional primera, apartado 3, de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, sobre órganos rectores de las cajas de ahorro) como para la de las empresas de servicios de inversión (artículo 67.1 de la LMV y 12.1 y 2 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio), está referida a un proceso reglado. Lo anterior se debe a que la denegación de ésta deberá estar motivada en criterios previa y objetivamente previstos que, si bien pueden venir elaborados con amplitud, no ha de entenderse ésta como discrecionalidad administrativa, en tanto que la citada amplitud lo que refleja es dificultad en la delimitación de los criterios que sirven para determinar la adecuación o no al ordenamiento jurídico de la entidad pretendida de constitución, y no el otorgamiento de libertad a la Administración en su

---

[92] Sobre el carácter pluriforme de las entidades de crédito vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones...*, op. cit., p. 286; URÍA, R., *Derecho mercantil...*, op. cit., pp. 848 y 849; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado...*, op. cit., p. 169; NIETO CAROL, U., "Introducción", *Contratos bancarios y parabancarios...*, op. cit., pp. 44 y 45, y GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., "Régimen común de las entidades de crédito", *Derecho del mercado financiero...*, op. cit., pp. 33 a 37.

intervención legal [93]. Además, la citada denegación de la autorización podrá devenir tanto para las empresas de servicios de inversión (artículos 66.1 de la LMV y 12.2 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio), como para las entidades de crédito (artículos 1.2 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, 3.2 del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril y 1.2 del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, en relación con los bancos, establecimientos financieros de crédito y cooperativas de crédito, respectivamente), no ya sólo de forma expresa, sino también tácitamente ante el transcurso de los plazos establecidos en el pronunciamiento por la autoridad competente, habida cuenta del silencio administrativo.

— La posibilidad de su ulterior revocación. Los supuestos, que resultan contemplados expresamente para proceder a la revocación de la autorización concedida, tanto para las empresas de servicios de inversión [artículos 73, 102.d) y 99.l), q) y k) de la LMV y artículo 17 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio] como para las entidades de crédito [94], ostentan similitudes en sus causas no ya sólo en lo concerniente a la petición propia y lo derivado de la sanción por comisión de infracciones tipificadas como muy graves, sino también en otras funciones dotadas de naturaleza objetiva, tales como no dar comienzo a las actividades específicas de su objeto social, interrumpir las actividades específicas de su objeto social por un tiempo determinado, obtener la autorización por declaraciones falsas o de forma irregular, incumplir las condiciones que motivaron la autorización, resultar excluidas del fondo de garantía al que pertenezcan, así como por existir razones que manifiesten la presencia de participaciones significativas que afecten a la sana gestión de la entidad, o por la insuficiencia de recursos propios.

— Las exigencias requeridas para la obtención y conservación de la autorización, tales como la necesidad de detentar una determinada forma la entidad constituida por tiempo indefinido [95] donde sus fundadores no se reserven ven-

---

[93] Pronunciándose de igual modo vid. artículo 1.2 del Real Decreto 1778/1994, de 5 de agosto; GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C., "Régimen común de las entidades...", op. cit., p. 44 y SALINAS, C. KIRCHNER, P.: *La reforma de la Ley del mercado de valores*, Cuatrecasas y Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 239, nota 527.

[94] Vid. artículo 57 bis de la Ley de 31 de diciembre de 1946, de Ordenación Bancaria, el cual fue incorporado a la Ley de 1946 por el Real Decreto L. 1298/1986, de 28 de junio. Además la Ley 3/1994, de 14 de abril, ha dado nueva redacción a algunos apartados del citado artículo el cual también se ha visto ampliado por la disposición adicional 8.ª del Real Decreto 12/1995, de 28 de diciembre, el artículo 62 de la Ley 26/1988, de 29 de julio (incorporado por la Ley 3/1994, de 14 de abril), y el artículo 2.4 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio.

[95] Si bien las sociedades y agencias de valores han de revestir la forma de sociedad anónima y las sociedades gestoras de cartera podrán configurarse también como sociedades de responsabilidad limitada mediante un proceso de fundación simultánea [artículo 67.2.b) de la LMV y artículo 14.1.b) y c) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio], a los bancos se les

tajas o remuneraciones especiales (96) y las acciones o participaciones tengan carácter nominativo (97), contar con un capital social o dotación inicial mínima (98), exigir idoneidad en las personas que vayan a detentar una participación

---

exigirá la forma de sociedad anónima y su fundación simultánea [art. 2.1.a) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio], de igual modo que a los establecimientos financieros de crédito [artículo 5.1.a) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril], mientras que a las cooperativas de crédito se les exigirá la forma de sociedad cooperativa [artículo 2.1.a) del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero]. Para el caso de las cajas de ahorro, a partir de la Orden de 24 de mayo de 1935 no cabe una configuración jurídica distinta de la de fundación. En este sentido vid. VALERO AGÚNDEZ, U., *La fundación como forma de* empresa, Ed. Universidad de Valladolid, Valladolid, 1969, pp. 187 a 220; NIETO ALONSO, A., *Fundaciones: su capacidad. Especial consideración a la realización de actividades mercantiles e industriales*, Ed. Fundación Pedro Barrié De La Maza, Conde de Fenosa, La Coruña, 1996, pp. 369 a 388; MADRID PARRA, A., "La sociedad anónima pública, otras sociedades anónimas especiales y la fundación como empresario", *Derecho mercantil...,* op. cit., pp. 405 y 406, y GONZÁLEZ MORENO, J.M., "Las cajas de ahorro", *Derecho del mercado financiero...,* op. cit., pp. 185 a 191.

(96) Este requisito previsto para las empresas de servicios de inversión [artículo 67.2.c) del LMV] se encuentra también exigido en la constitución de los bancos [artículo 2.1.e) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio] y de las cooperativas de crédito (artículo 2.1 del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero).

(97) Esta citada condición nominativa resulta contemplada tanto para las acciones o participaciones de las empresas de servicios de inversión [artículo 67.2.b) de la LMV y 14.1.b) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio], los bancos [artículo 2.1.b) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio] y los establecimientos financieros de crédito [artículo 5.1.b) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril], como para las cuotas participativas de las cajas de ahorros (artículo 7.5 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, disposición adicional 12 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, y artículo 1.1 del Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo). Sobre estas últimas vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las Cajas de Ahorro", *RDBB*, n.º 38, 1990, pp. 435 a 439, y TAPIA HERMIDA, A., "La financiación externa de las Cajas de Ahorro: en particular las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas", *RDBB*, n.º 43, 1991, pp. 726 y ss.

(98) De este modo tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito requieren de un capital mínimo acreditativo de su solvencia, que si bien para los bancos y las cajas de ahorro es de 18.030.363,13 euros (artículo 2.1 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio y disposición adicional 2.ª del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, que modifica al artículo 4 del Real Decreto 1838/1975, de 3 de julio), para las cooperativas de crédito se establece un capital mínimo en función del ámbito territorial y del total de habitantes de los municipios comprendidos en dicho ámbito, concretando el artículo 3 del Real Decreto 84/1993 —según la redacción dada por la disposición adicional 3.ª del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio— que será de 1.051.771,18 euros si actúan en municipios de menos de cien mil habitantes, 3.606.072,63 euros si la actuación no excede de una Comunidad Autónoma y no están incluidas en el apartado anterior o 4.808.096,84 euros si su actuación excede del ámbito de una Comunidad Autónoma o actúan en Madrid o Barcelona. Con respecto a los establecimientos financieros de crédito se requiere de un capital social mínimo de 5.108.602,89 euros [artículo 5.1.b) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril]. En relación con las empresas de servicios de inversión, no se

significativa [99], y contar con adecuados procedimientos contables y de control, además de una buena organización administrativa [100] configurada en torno a un consejo de administración [101]. Mención especial merece la exigencia de un

---

ha querido determinar en la Ley la cantidad concreta establecida para cada tipo, por lo que se habrá de acudir al nivel reglamentario por el cual se determina que para las sociedades de valores es de 2.000.000 de euros y para las agencias de valores es de 5000.000 euros, cuando pretendan adquirir la condición de miembros de mercados secundarios o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores o bien incluyan en su programa de actividad el depósito de valores y puedan mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio, o de 3000.000 euros cuando no pretendan lo anterior [artículo 15.a), b) y c) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio]. Por lo que respecta a las sociedades gestoras de cartera, será de 100.000 euros [artículo 15.1.d) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio].

[99] Es en la determinación de los factores requeridos para la apreciación de la idoneidad efectuada en función de la honorabilidad empresarial y profesional (vid. MARTÍN RETORTILLO, L., "Honorabilidad y buena conducta como requisitos para el ejercicio de profesiones y actividades", *Estudios de derecho bancario y bursátil...*, op. cit., pp. 1675 a 1734; VALENTINO, P.: "Decreto Eurosim: focus sul 'big bang' del mercato finanziario italiano", *Le Societá*, n.º 9, 1996, p. 1003), en la de los medios patrimoniales con que cuenten dichos accionistas, en la falta de transparencia en la estructura del grupo o la de los vínculos estrechos que pueda tener con otras personas al que eventualmente pueden pertenecer, así como en la posibilidad de que la entidad quede expuesta de forma inapropiada al riesgo de las actividades no financieras de sus promotores donde la analogía se hace más patente, al emplear el artículo 67.1.b) 1.º, 2.º, 3.º y 67.1.c) de la LMV los mismos términos que los utilizados por el artículo 43.5 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. En este sentido vid. ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto...", op. cit., pp. 452 y 453.

[100] Tanto el artículo 67.2.i) y j) de la LMV y 14.1.f) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, para las empresas de servicios de inversión, como en el artículo 2.1.g) y la disposición adicional 2.ª (que modifica al artículo 4 del Real Decreto 1838/1975, de 3 de julio) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, para los bancos y cajas de ahorro, respectivamente, así como el artículo 2.1.d) del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, en relación con las cooperativas de crédito y el artículo 5 del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, para los establecimientos financieros de crédito, establecen el deber de contar con procedimientos de control internos adecuados que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad, así como una buena organización contable y administrativa.

[101] Las empresas de servicios de inversión, según los artículos 67.2.e) de la LMV y 14.1.e) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio (modificado por la disposición final octava del Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre), deberán contar con un consejo de administración constituido por no menos de cinco miembros para las sociedades de valores, y de tres en las agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Similar requisito se observa en la constitución del consejo de administración por un mínimo de cinco miembros en los bancos [artículo 2.1.f) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, modificado por la disposición final tercera del Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre], y de tres en los establecimientos financieros de crédito [artículo 5.1.e) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, modificado por la disposición final cuarta del Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre] de entre quienes posean reconocida honorabilidad comercial y profesional así como conocimientos y experiencia adecuados para

programa de actividades en el que de un modo específico habrá que hacer constar cuáles son las actividades que pretenden ser desempeñadas por las empresas de servicios de inversión (102). Esto se debe a que de esta forma se pone de manifiesto la evolución experimentada por estos sujetos del mercado en torno a la fórmula bancaria, y ello puesto que una vez superada la rígida aplicación de la exclusividad del objeto social previsto con anterioridad a la reforma, con la instauración del nuevo ámbito subjetivo del mercado se procede al otorgamiento de flexibilidad en la elección de la actividad. Esto es, no se produce un cierre en el ámbito de las operaciones, sino que se da cabida a la atipicidad de éstas (103), ante la posibilidad de poder efectuar junto a las activi-

---

el ejercicio de sus funciones [artículo 14.1.e) del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, en relación con las empresas de servicios de inversión, 2.1.f) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, en atención a los bancos, así como 5.1.e) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, para los establecimientos financieros de crédito]. Además, la fórmula empleada para definir la citada honorabilidad comercial y profesional, desde su vinculación a quienes vengan observando una trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como a las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias, y no tengan antecedentes penales por delitos dolosos, estén inhabilitados para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras o estén inhabilitados conforme a la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, mientras no haya concluido el período de inhabilitación fijado en la sentencia de calificación del concurso, los quebrados y concursados no rehabilitados en procedimientos concursales anteriores a la entrada en vigor de la referida ley, resulta utilizada por los bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito en los artículos 2.2 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, 1.2 de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, 2.2 del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero y 5.1.e) del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, respectivamente, además de por las empresas de servicios de inversión desde el artículo 14.2 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio. Resulta así pues relevante la supresión de prohibiciones que ostentaban los administradores de las sociedades y agencias de valores en torno al antiguo artículo 69 de la LMV y que, si bien tenían su sentido cuando se trataba de garantizar el tránsito de un sistema basado en torno a la fe pública hacia otro ubicado en el ámbito empresarial, hoy resultan obsoletas. En este sentido vid. ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto...", op. cit., p. 449; SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 235.

(102) Consideramos que la vía más eficiente para proceder al estudio del objeto social de las empresas de servicio de inversión se efectúa desde la observancia de la declaración de actividades, porque al acudir a la dicción literal ofrecida por el artículo 67.2.a) de la LMV se puede estimar que las empresas de servicios de inversión requieren detentar como objeto social todas las actividades previstas en la LMV, para ser estimadas como tales, siendo tal equívoco esclarecido acudiendo al artículo 66.2 de la LMV, el cual indica que en el programa de actividades deberán costar *"cuáles de aquellas previstas en el artículo 63 pretende realizar la empresa... así como la organización y medios de la misma"*.

(103) En este mismo sentido se pronuncia RECALDE CASTELLS, A., "Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del mercado de valores?", *RDBB*, n.º 74, 1999, pp. 98 y 99, y de forma similar ZITIELLO, L., "Decreto eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività", *Le Società*, n.º 9, 1996, p. 1019, y VALENTINO, P., "Decreto eurosim: focus sul

dades principales no ya sólo las conexas, sino también las que resulten compatibles con las anteriores (104), denotándose así el empleo de una fórmula que resulta paralela con el ámbito de operaciones previsto para las actividades bancarias, si bien con la salvedad de que en estas se opera sobre el principio de exclusividad y exclusión (105), y aquellas sólo se rigen por el primero de los

---

'big bang'...", op. cit., pp. 1000 y 1001, al observar cómo la incorporación al ordenamiento italiano de la Directiva 93/22/CE, de 10 de mayo, de servicios de inversión por el DL 415/1996, de 23 de julio, permitió que las SIM pudiesen prestar profesionalmente frente al público servicios accesorios o conexos, así como otras operaciones compatibles con respecto a aquellas, superando de este modo las limitaciones que en torno a su actividad establecía el artículo 2.1 de la Ley de 2 de enero de 1991. Sobre las citadas limitaciones vid. SECCO, A., "Artículo 2", en AA.VV. (coord. GIURANZA, A.), *La riforma degli intermediari mobiliari e l'organizzazione dei mercati finanziari (commento alla legge 2 gennaio 1991, n.º 1)*, Edizioni Scientifiche Italiane, Roma, 1992, p. 280, y GAGGERO, P., "Attività e soggetti dell'intermediazione mobiliarie", *Giurisprudenza Civ.*, n.º 2, 1995, p. 282.

(104) Junto a las listas de servicios de inversión y de las actividades complementarias, contempladas en el artículo 63, apartados 1 y 2 respectivamente, y que resultan coincidentes con las recogidas en el Anexo de la sección A y C de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993 (vid. ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto...", op. cit., p. 450; ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado*..., op. cit., p. 210; CACHÓN BLANCO, J.E., "Análisis jurídico de los conceptos de 'valor negociable' e 'instrumento financiero'", *RDM*, n.º 221, 1996, p. 160, y ABELLA SANTAMARÍA, J., "La directiva...", op. cit., p. 75), el apartado 3.º del artículo 63 de la LMV indica que también "*las empresas de inversión... siempre que resuelvan en forma adecuada los posibles conflictos de interés entre ellas y sus clientes, o entre los intereses de distintos tipos de clientes, podrán realizar otras actividades previstas en los números anteriores*", referidas a instrumentos distintos de los valores negociables o a los instrumentos financieros a los que se refiere el artículo 2 de la LMV. Pero, junto a lo anterior y además de tener en cuenta las limitaciones operativas impuestas a las empresas de servicios de inversión (vid. artículo 70.3 de la LMV), hay que destacar que, si bien las sociedades de valores, al poder actuar por cuenta propia y ajena, pueden llevar a cabo todos los servicios de inversión y las actividades complementarias (artículo 64.2 de la LMV), las agencias de valores que sólo pueden operar por cuenta ajena tienen limitado su ámbito de actuación, pues ni pueden negociar por cuenta propia, ni pueden asegurar la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta, además de no poder conceder préstamos o créditos a los inversores en relación con las operaciones en que intervengan (artículo 64.3 de la LMV). Con respecto a las sociedades gestoras de carteras, éstas sólo podrán realizar la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos de los inversores, así como el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones, así como el asesoramiento sobre inversión en instrumentos financieros (artículo 64.4 de la LMV).

(105) Si bien es necesario precisar que la reserva otorgada a las entidades de crédito no se extiende sobre las actividades accesorias, esto es, sobre las conexas o complementarias de las típicas, así como sobre las que resultasen compatibles. Vid. artículo 28 de la Ley 26/1988, de 29 de julio y el comentario que sobre la citada norma efectúa TAPIA HERMIDA, A.J., "Aspectos generales de las actividades parabancarias...", op. cit., p. 635.

indicados [106], además de que las entidades de crédito tendrán un margen más amplio en la realización de otras actividades.

### 3. Protección frente al intrusismo

Ante la exigencia de procurar una adecuada protección a las empresas de servicios de inversión frente al intrusismo ocasionado por las sociedades que operaban indebidamente en los mercados realizando funciones carentes de una determinada situación jurídica definida y requerida por la Ley, la opción adoptada desde el mercado de valores ha sido la ya seguida por el ámbito crediticio. Esta circunstancia se pone de manifiesto en:

— La propia toma de conciencia de la existencia del fenómeno, dado que derivado de la observancia de la *"banca de hecho"*, consistente en la utilización o ejercicio de las actividades reservadas a las entidades de crédito careciendo de autorización para ello y sin estar inscrita en los registros dispuestos por la Ley a tal efecto [107], se ha procedido a su paralelo empleo en el mercado de valores mediante la fórmula de *"empresas de inversión de hecho"* [108], ante la presencia de sociedades que operaban irregularmente realizando las actividades propias de las empresas de servicios de inversión, sin estar configuradas como tales.

---

[106] Para el caso de las empresas de servicios de inversión, si bien el principio de exclusión no resulta operativo ante la posibilidad de poder realizar algunas de sus actividades sin ser tales otras entidades (artículo 65.1 y 2 de la LMV), sí que resulta efectivo el de la exclusividad, aunque con la excepción de las entidades de crédito —dado que estas quedan habilitadas para realizar todas las actividades previstas en el artículo 63 de la LMV (artículo 65.1 de la LMV)— y limitado a su actuación en el desempeño de las actividades de servicios de inversión sobre los instrumentos financieros referidos en el n.º 4 del artículo 63, con excepción de los comprendidos en el apartado A) del núm. 1 del artículo 63 de la LMV (artículo 65.2 de la LMV).

[107] Vid. DE TORRES ZAPATERO, M., "La banca de hecho", *Derecho del mercado financiero...*, op. cit., p. 230; SANTOS, V., "El banco de hecho", en AA.VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, t. III, Ed. Tecnos, Madrid, 1971, pp. 256 y ss., y CIRILLO, F., "Banca di fatto e mercato finanziario", *BBTC*, n.º 2, 1989, II, pp. 7 y ss.

[108] Vid. SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., pp. 221 y 222, y ABELLA SANTAMARÍA, J., "La directiva relativa...", op. cit., p. 74.

— Su represión no ya sólo mediante la reserva de la actividad (109), de la denominación (110), así como de la inscripción registral (111), sino también ante la imposición de sanciones (112).

---

(109) En este sentido, la equivalencia entre las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión resulta constatable en torno a dos preceptos, el artículo 28.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, y el artículo 64.6 de la LMV, dado que si bien el primero de los citados establece que *"ninguna persona... podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros, ejercer en territorio español las actividades legalmente reservadas a las entidades de crédito"*, en el segundo se indica que *"ninguna persona... podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos, desarrollar habitualmente las actividades previstas en el apartado 1 y en las letras a y c del apartado 2 del artículo 63"*. Vid. ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto de ley...", op. cit., p. 451, y SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., pp. 223 y 224.

(110) Son los artículos 64.5 de la LMV y 6 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, y el artículo 28.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, los que en relación con las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, respectivamente, formulan sus reservas de denominación en favor de las entidades autorizadas y que previamente hubieran efectuado su inscripción en los correspondientes registros. Vid. ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto de ley...", op. cit., p. 451, y SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., pp. 222 y 223.

(111) Mediante la citada reserva se establece la cautela consistente en prohibir el acceso al registro mercantil a los que se propongan realizar actividades de mediación en el crédito o en el mercado de valores sin disponer de la autorización necesaria con el fin de *"evitar que estas entidades puedan llegar a gozar de la protección y legitimidad que otorga la publicidad registral... hecho que podría hacer inútiles medidas como la reserva de denominación y de objeto social"*(son palabras de SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 225). De este modo y junto a la exigencia de inscripción en el registro mercantil de la entidad autorizada, se establece también la de inscripción en otros registros especiales, que si bien para las empresas de servicios de inversión son el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículos 66.5 LMV y 6.3 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio) [sobre la citada inscripción antes de la reforma operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, vid. MARTÍ SÁNCHEZ, J., "Los miembros de la bolsa...", op. cit., pp. 783 y 784; NIETO CAROL, U., "El mercado...", op. cit., p. 393; id.: "Las sociedades y agencias de valores...", op. cit., p. 447; CACHÓN BLANCO, J.E., "Derecho del mercado...", op. cit. p. 528, y MEGÍAS GÓMEZ, J., "Sociedades y agencias de valores", *Derecho del mercado...*, op. cit., p. 474. Sobre la inscripción con posterioridad a la reforma vid. PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J.L.: "La contratación en el mercado de valores", *Derecho mercantil...*, op. cit., p. 351, y TAPIA HERMIDA, A.J.: "Disposiciones generales y condiciones de acceso...", op. cit., p. 104. En relación con la inscripción en el registro en el sistema italiano de las SIM se pronuncia COSTI, R., "Verso un diritto comune degli intermediari finanziari non bancari?", en AA.VV. (coord. RESTUCCIA, G.), *L'attivitá parabancaria*, Ed. Giuffrè, Milán, 1987, p. 14], para los bancos será el registro administrativo del Banco de España (artículo 8 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio), para las cajas de ahorro el registro especial de las cajas de ahorro del Banco de España (artículo 16.3 Cco y 270 a 276 del RRM), para las cooperativas de crédito el registro especial de las cooperativas de crédito del Banco de España y el registro de cooperativas estatal o autonómico (artículos 6 y 7 del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero), y para los establecimientos financieros de crédito el registro

### 4. Régimen de participaciones significativas

Nos encontramos ante un mercado de valores que, establecido en torno a la operatividad sobre los intereses de terceros, otorga a la confianza en los operadores un significado fundamental (113). Así pues, se establece como exigencia absolutamente lógica la justificación de la idoneidad de los adquirentes de participaciones significativas, no ya sólo en el momento constitutivo de la empresa de servicios de inversión —ya citado previamente—, sino también a lo largo de la vida de ésta. Para ello se articula un nuevo sistema de control permanente que, elaborado como consecuencia de la armonización de las reglas aplicables a la vigilancia de las empresas de servicios de inversión, efectuado por la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, denota un principio derivado del Derecho bancario europeo que proviene del régimen de las participaciones significativas establecido por la 2.ª Directiva de coordinación bancaria (114) y que resulta recogido en los artículos 56 a 62 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e

---

especial de establecimientos financieros de crédito del Banco de España (artículo 3.3 del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril). Pero además, y en el caso de que se produjera —a pesar de la prohibición— la inscripción en el registro de entidades cuyo objeto social o cuya denominación resultasen contrarias a lo dispuesto en la LMV, o en la LDIEC, la solución otorgada desde el sector del mercado de valores es plenamente análoga a la establecida por el sector crediticio. Vid. en este sentido la equivalencia existente entre los artículos 64.8 de la LMV y 30 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

(112) En este sentido, si bien la vía coercitiva dispuesta en el ámbito crediticio se configura en torno a la multa, así como a las demás responsabilidades que, incluso de orden penal, pudieran resultarles exigibles (artículo 29.1 y 3 de la Ley 26/1988, de 29 de julio), en el sector del mercado de valores el régimen sancionatorio no ya sólo permite el mismo régimen coercitivo anterior (aunque el valor de las multas resulte inferior), sino que además se procede a la aplicación del régimen sancionatorio general previsto en el Titulo VIII de la LMV, así como a medidas especiales por la CNMV, tales como acordar la incautación de los documentos relacionados con la actividad de la entidad infractora, establecer el cierre de su establecimiento, o advertir al público de la existencia de estas conductas (artículo 64.7 de la LMV).

(113) En este sentido vid. ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado...*, op. cit., p. 333; SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 285; BERGES, A. y SORIA, P., *Comportamiento bursátil...*, op. cit., p. 35; SÁNCHEZ CALERO, F., "La bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta...", op. cit. p. 199, y GARCÍA-PITA Y LASTRES, L.J., "El nuevo régimen de la actividad de gestión de cartera de valores en Francia", *RDBB*, n.º 36, 1989, p. 897.

(114) Mostrando cómo el control de las participaciones significativas establecido por la Directiva 22/93/CEE, de 10 de mayo en su artículo 9 (vid. ABELLA SANTAMARÍA, J., La directiva relativa..., op. cit., pp. 57 y 58) representa un sistema que proviene del ya establecido por la 2.ª Directiva de coordinación bancaria 89/646/CEE (artículo 5), se han pronunciado FERRARINI, G., "Le direttive comunitarie in tema di servizi di investimento", *BBTC*, n.º 1, 1994, p. 524; ZUNZUNEGUI, F., *El derecho...*, op. cit., p. 210, y SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 253.

intervención de las entidades de crédito [115]. De este modo, el régimen de las participaciones significativas establecido para las empresas de servicios de inversión se configura de una forma análoga al detentado por las entidades de crédito. Esto resulta constatable:

— En la configuración en iguales términos de la noción de participación significativa para las empresas de servicios de inversión, al estimarse como tal, en el mismo sentido que para las entidades de crédito, como la que alcance de forma directa o indirecta al menos el 5% del capital o de los derechos de voto de la empresa o entidad, así como aquella participación que permita ejercer una influencia notable (artículos 69.1 de la LMV, 56 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, 4.1.a) del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, y 7 del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril). Así pues, la opción ya adoptada en el ámbito crediticio de establecer una

---

[115] Este régimen de participaciones significativas, que supone un límite al derecho de propiedad e indirectamente al de la libre empresa, y que se halla justificado constitucionalmente en el artículo 38 en relación con la *"exigencia de la economía"*, no resulta aplicable a las cajas de ahorro [si bien la recepción de la 2.ª Directiva de coordinación bancaria, en relación con el citado régimen de las participaciones significativas, se produjo en el sistema italiano de forma análoga al español, por el DL de 1 de septiembre de 1993 (artículos 19 a 25) (vid. CAMPOBASSO, G.F., "Le partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari", en *BBTC*, n.º 1, 1995, pp. 282 a 288), una de las diferencias entre ambas se manifiesta en relación con las cajas de ahorro, dada su condición, en tal sistema, de régimen aproximado al de las sociedades anónimas, tal y como muestran COSTI, R., *L'ordinamento bancario,* Ed. Il Mulino, Bolonia, 1986, pp. 249 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., "La identidad de las Cajas de Ahorro: pasado, presente y futuro", *RDBB*, n.º 43, 1991, pp. 573 a 576, y ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., *Las fundaciones bancarias: de cajas de ahorro a sociedades de capital. La experiencia italiana,* en Ed. Universidad de Granada, Granada, 2003, y en "La transformación de las cajas de ahorro...", op. cit., pp. 123 y ss. Sobre similar apreciación observada en el sistema danés se pronuncia RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "El tipo sociedad anónima para las cajas de ahorro danesas", *RDBB*, n.º 37, 1990, pp. 573 a 575] ante la carencia en él del elemento patrimonial del capital abierto a las aportaciones de eventuales socios, y la atribución por Ley a determinados sujetos de la capacidad en la toma de decisiones de esta, además de que se plantean ciertos problemas en su aplicación a las cooperativas de crédito, dado su alejamiento de los postulados esenciales de las sociedades anónimas (vid. VICENT CHULIÁ, F., "El nuevo estatuto jurídico de la Cooperativa de crédito", *RDBB*, n.º 53, 1994, pp. 16 y 48), que si bien en unos casos permiten ser solventados por vía estatutaria, en otros requerirán de una solución establecida por medio de disposiciones reglamentarias (en este sentido se pronuncia SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Participaciones significativas en el capital de entidades de crédito", *RDBB*, n.º 58, 1995, p. 265). Finalmente, y con respecto a los establecimientos financieros de crédito, consideramos que el citado régimen sí les afecta, y no ya sólo por su condición de entidades de crédito, sino también —y rebatiendo la tesis establecida por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Participaciones...", op. cit., p. 268— por el hecho de que si a las empresas de servicios de inversión les resulta de aplicación un régimen análogo, mostrando de tal modo una reiteración en un nivel inferior de un procedimiento de supervisión, dado que en muchos de los casos son dependientes de las entidades de crédito, no se entendería que por tal motivo los establecimientos financieros de crédito fueran excluidos de la citada aplicación.

noción más rigurosa que la otorgada por la 2.ª Directiva de coordinación bancaria configurada en torno al 10% de la participación (artículo 1.10) resulta de nuevo empleada en el sector del mercado de valores, donde también la Directiva 22/93/CEE, de 10 de mayo, atendía al 10% de la participación.

— En la necesidad de información que ha de efectuarse a la autoridad competente (116) en relación con las adquisiciones, incrementos o reducciones de la participación cualificada. En efecto, tanto los artículos 57 y 60 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, como el artículo 69 en sus apartados 3, 4 y 9 de la LMV y 34.4 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, proceden en análogos términos a considerar afectos a la exigencia de información, a la adquisición directa o indirecta de participaciones significativas, a sus incrementos de tal forma que sobrepasen el 10, 15, 20, 25, 33, 40, 50, 66 o 75%, o que en todo caso pudiera llegar a controlar la entidad o empresa según lo previsto en el artículo 4 de la LMV, así como a sus reducciones, de tal manera que traspasen alguno de los niveles citados, o que signifiquen la pérdida del control de la empresa. Además, tanto para los casos de la adquisición e incrementos de participaciones significativas como para la reducción de éstas se requieren en el ámbito crediticio y del mercado de valores las mismas exigencias, al establecer para los dos primeros la indicación del modo, la cuantía y el plazo máximo de la participación, y para el último sólo la cuantía de la operación propuesta y el plazo para llevarla a cabo.

— En las causas de denegación de la autorización. Esto se debe a que, si bien la denegación de la autorización tendrá de un plazo máximo determinado para su ejercicio, que para el Banco de España será de tres meses (artículo 58 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de

(116) Si bien la información deberá dirigirse, para las empresas de servicios de inversión a la CNMV (artículos 69.3, 4 y 9 de la LMV y 34.2 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio), y para las entidades de crédito al Banco de España (artículos 57 y 60 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito), en ambos casos se observa que la citada información debe ser entendida en concepto de autorización, y ello porque si bien esto es notorio para el caso de las adquisiciones e incrementos de la participación significativa (artículo 69.4 y 6 de la LMV y artículos 57 y 58 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito), no lo es así para la reducción de la citada participación, aunque permite deducirse, no ya sólo para el caso de las empresas de servicios de inversión según el artículo 69.10 de la LMV, al exigirse autorización, para inscribir en el Libro registro de las acciones de la CNMV, los aumentos y reducciones del capital (vid. en este sentido SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 259), sino también y de modo conjunto para las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito de la indicación legal —establecida en el artículo 69.10 de la LMV y en el artículo 61 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito— del deber de *"comunicación"* existente para la entidad o empresa que tenga conocimiento de las *"adquisiciones o cesiones"* en su capital, diferenciándose de este modo del deber de *"información"* que se otorga a los que adquieran, aumenten o reduzcan su participación cualificada.

crédito), y para la CNMVserá de dos meses (artículos 69.6 de la LMV y 34.5 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio), las causas que la producen sólo se generarán ante la falta de idoneidad del adquirente de la participación cualificada, de igual modo para las empresas de servicios de inversión (artículos 69.6 de la LMV y 34.5 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio) que para las entidades de crédito (artículo 58 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito). Esta equidad no resulta además alterada por la apreciación de la carencia de la citada cualidad en un sentido distinto, dado el empleo por el artículo 67, 1.b), 1.º, 2.º y 3.º, y 1.c) de la LMV, de los mismos términos que los utilizados por el artículo 43.5 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, para la determinación de la significación de la idoneidad de los accionistas.

— En las exigencias del proceso dependiente de la condición comunitaria o no del titular de las citadas participaciones. Tanto en los artículos 69.7 de la LMV y 58 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, como en las remisiones que el primero establece en relación con el artículo 66.3 y 4 de la LMV, y el segundo en relación con el artículo 43.2 y 3 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, se establece en igual sentido que la CNMV —en relación con las empresas de servicios de inversión— y el Banco de España —en relación con las entidades de crédito— deberán suspender o limitar sus efectos cuando en virtud de la adquisición vaya a quedar controlada una empresa de servicios de inversión para aquellas, o una entidad de crédito para éstas, por un Estado no comunitario donde las citadas empresas o entidades no se benefician del mismo trato que sus nacionales. Además también establecen los citados artículos en los mismos términos que, para el caso de que como consecuencia de la adquisición la empresa de servicios de inversión, o la entidad de crédito, quedase bajo el control de una empresa o entidad autorizada en un Estado comunitario, de una empresa o entidad dominante de una empresa o entidad autorizada en un Estado comunitario, o bien que su control vaya a ejercerse por las mismas personas físicas o jurídicas que controlen una empresa o entidad autorizada en un Estado comunitario, que la CNMV, para el caso de las empresas de servicios de inversión, y el Banco de España para el de las entidades de crédito, deben consultar a la autoridad supervisora competente.

— En el régimen sancionatorio previsto en caso de incumplimiento. Cuando se efectúe una adquisición sin haber informado previamente a la autoridad competente, o cuando se hubiese efectuado el citado deber pero sin que hubieran transcurrido tres meses desde la fecha en que se efectuó la información, o con la oposición expresa de la autoridad competente, tanto la LMV, en su artículo 69.8.a) y c), como la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, en su artículo 58.a) y b), establecen un sistema sancionatorio donde, si bien el elemento diferencial entre ambas viene

determinado por la posibilidad del primero de acordar una suspensión de las actividades y por la del segundo de imponer las sanciones contempladas en su Título I, como elementos comunes detentan no ya sólo el cese en el ejercicio de los derechos políticos correspondientes a las participaciones adquiridas irregularmente (estableciendo además que si tales derechos fueren ejercitados el voto sería nulo y los acuerdos impugnables según lo previsto en la LSA), sino también la intervención de la empresa o la sustitución de sus administradores. Además, el artículo 69.11 de la LMV y el artículo 62. de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, establecen en igual medida que cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en la empresa o entidad puede originar un detrimento de la gestión sana y prudente de ésta, el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV (para el caso de las empresas de servicios de inversión) o a propuesta del Banco de España (para el caso de las entidades de crédito) podrá establecer la suspensión en el ejercicio de los derechos políticos por un tiempo no superior a tres meses, la revocación de la autorización o la aplicación del régimen sancionatorio correspondiente al sector crediticio o del mercado de valores, y, de forma diferencial, para las empresas de servicios de inversión podrá acordar la suspensión de sus actividades, y para las entidades de crédito la intervención de la entidad o la sustitución de sus administradores.

### 5. Autorización válida para operar en toda la Comunidad Europea y sistema de vigilancia

Ante la liberalización ya alcanzada por los mercados bancarios, el deseo de la Comisión Europea de pretender establecer una plena integración en la prestación de servicios y circulación de capitales mediante la construcción de un mercado financiero europeo (117) se dirigió a procurar un nivel homogéneo de libre actividad en el otro subsistema financiero (118), esto es, en el mercado de valores, con el fin de establecer la posibilidad de que las empresas de servicios de inversión pudiesen ejercer libremente en todos los países de la Comunidad

(117) Vid. MORENO DE ALBORÁN VIERNA, F., "Reflexión sobre las opciones estratégicas de la banca española frente al 92", *La banca española...*, op. cit., pp. 241 y 242; FONBELLIDA, J.M., "La proposition de Directive concernant les services d'investissement", *Cahiers de Droit Européen*, n.º 5, 1989, p. 583, y MICOSSI, S., "Il mercato unico europeo: la finanza", *Moneta e Credito*, 1988, p. 168.

(118) En este sentido, y manifestando la necesidad de establecer una regulación básica uniforme que permita la creación de un auténtico mercado único para los servicios de inversión, se pronuncian ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto...", op. cit., pp. 442 y 443, y TAPIA HERMIDA, A.J., "La propuesta de Directiva del Consejo relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores mobiliarios", *RDBB*, n.º 33, 1989, p. 212.

sus actividades con sucursales establecidas o sin ellas. De este modo se procedió a efectuar, mediante la Directiva de Servicios de Inversión 93/22/CEE, de 10 de mayo, una coordinación de las normas nacionales en relación con los aspectos esenciales de la materia para instaurar una armonización mínima que, inspirada en la misma *ratio* que la proyectada para las entidades de crédito, dada la aplicación analógica de los mismos principios de *"mutual recognition"* y *"home country control"* previstos ya desde la Directiva 77/780/CEE, de 12 de diciembre, y confirmados por la 2.ª Directiva de coordinación bancaria 89/646/CEE, de 5 de diciembre [119], consintió una única autorización válida en toda la Comunidad —denominada pasaporte único mobiliario [120]—, así como

[119] Se trata de alcanzar para el sector del mercado de valores lo ya conseguido en el ámbito bancario con la 1.ª y 2.ª Directiva de coordinación bancaria [en este mismo sentido se han pronunciado ARRANZ PUMAR, G., "Anteproyecto...", op. cit., p. 442; SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma...*, op. cit., p. 33; CHECA MARTÍNEZ, M., "Actuación transfronteriza de las sociedades de inversión", *La reforma del mercado...*, op. cit., p. 139; SPEDICATI, D., "Art 29. Banche", en AA.VV. (coord. RABITI BECLOGNI, C.), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Comentario al D. Leg. 24 Febbraio 1998*, Ed. Giuffrè, 1998, Milán, p. 245; FERRARINI, G., "Le direttive...", op. cit., pp. 520 y 521; LENER, R.: "Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare", *Le Società*, n.º 4, 1996, p. 383]. Mediante el establecimiento de los mismos principios de garantía del reconocimiento mutuo de las autorizaciones, esto es de *"mutual recognition"*, y de responsabilidad de la vigilancia de las empresas autorizadas por el Estado donde ostentan su domicilio social, es decir de *"country control"*, entendiendo de tal modo ambas realidades como plenamente diferenciadas entre sí, dado que si bien las competencias que se otorgan son referidas al mismo sujeto, esto es, al Estado de origen, el ámbito en el que operan es distinto en cada caso, es decir, para el primero de los citados principios la esfera de actuación se encuentra referida a la concesión de autorización, mientras que para el segundo será la de control prudencial de las disposiciones. En un sentido similar vid. MENGOZZI, P.; "La II Direttiva bancaria, il mutuo risconocimento e la tutela dell'interesse generale degli stati membri", *Estudios de derecho bancario y bursátil...*, op. cit., pp. 1815 y 1816. En sentido contrario vid. CLAROTTI, P., "Un pas décisif vers le marché commun des banques", *Revue du marché Communi*, 1989, p. 453, y GIANCALONE, C., "Verso l'europa delle banche. origini e sviluppi della normativa comunitaria nel settore bancario", *Foro It.*, n.º 4, 1989, p. 98.

[120] Si bien en la 1.ª Directiva de coordinación bancaria, 77/780/CEE, de 12 de diciembre (modificada por las directivas 85/345/CEE y 86/524/CEE) se hacía constar que el objetivo final de la coordinación sería llegar a un sistema por el que las entidades de crédito cuyo domicilio social se encontrase en un Estado miembro quedaran dispensadas de todo trámite nacional de aprobación para la creación de sucursales en el resto de los Estados miembros, esto no se hizo viable hasta que la 2.ª Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, de 5 de mayo, (artículo 18.1) estableció la creación de una autorización única que, denominada como pasaporte único bancario [vid. DE GISPERT PASTOR, M.ª T., "Régimen de acceso al mercado de la banca privada...", op. cit., pp. 1150 a 1152; id., "Incorporación de la segunda directiva bancaria

la aplicación de la vigilancia por parte del país de origen [121]. De este modo, la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la citada Directiva no ya sólo denotó el cambio hacia una perspectiva comunitaria en la LMV, sino que también reflejó la ruptura de la condición nacional de las empresas de servicios de inversión, mediante la configuración de un régimen jurídico que, otorgando una efectiva regulación a las actividades en España de las empresas de servicios de

---

al ordenamiento español", en AA.VV. (coord. DEL POZO CARRASCOSA, P. y DÍAZ MAYOR, M.), *Contratación bancaria*, Ed. Marcial Pons, Barcelona, 1998, p. 153; LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito*..., op. cit., pp. 13 a 15; MENGOZZI, P., "La II Direttiva bancaria...", op. cit., pp. 1813 a 1815, y CLAROTTI, P., "El régimen comunitario de los bancos que ofrecen servicios de inversión", *El nuevo mercado de valores*..., op. cit., p. 142], era otorgada por el Estado de origen y se hacía válida para todo el ámbito de la Comunidad, permitiendo así que las actividades establecidas en su Anexo pudiesen ser ejercitadas en todo el territorio mediante una sucursal o el establecimiento de servicios, sin que el Estado receptor tuviese que otorgar una ulterior autorización. Así pues, y de forma análoga para el ámbito del mercado de valores, la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo (artículo 3), subordinó al pasaporte comunitario otorgado por el Estado miembro de origen el acceso de la empresa de servicios de inversión a los restantes países de la Comunidad para el desarrollo de las actividades contempladas en la sección A del Anexo de la citada Directiva, esto es, los servicios de inversión, así como la sección C, es decir, las operaciones conexas, si bien si sólo realizasen estas últimas no les sería de aplicación la licencia única. Sobre el citado pasaporte único mobiliario vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "Las empresas de inversión en el derecho comunitario", *Actualidad Financiera*, n.º 43, 1994, pp. 1024 y 1028; id., "Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores", *Contratos bancarios...*, op. cit., pp. 1014 y 1015; ARRANZ PUMAR, G., "Primeros comentarios al borrador del proyecto de reforma de la ley del mercado de valores", *DN*, n.º 51, 1994, p. 52; id.: "Anteproyecto...", op. cit., p. 451; HERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, F. y DOMÍNGUEZ-ALCAHUD MARTÍN PEÑA, J., "Las empresas de servicios de inversión", en AA.VV. (dir. ALONSO UREBA, A. y MARTÍNEZ SIMANCAS, J.), *Instituciones del Mercado Financiero*, t. V, Ed. La Ley-Actualidad, 1999, Madrid, pp. 2991 a 3011; SALINAS, C. y KIRCHNER, P., *La reforma*..., op. cit., p. 204; AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., "Los sujetos del mercado...", op. cit., pp. 43 y 44, y FERRARINI, G., "Le direttive...", op. cit., p. 524.

[121] Mediante el establecimiento de normas prudenciales, la supervisión de éstas la exigencia de una serie de condiciones (artículos 8 y 10 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo) por las autoridades del Estado de origen (esto es, de aquel donde detentan su domicilio social las empresas de servicios de inversión, artículo 1.6.a) de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo), tanto sobre las sucursales como sobre las operaciones realizadas por la vía de la libre prestación de servicios por las empresas de servicios de inversión —sin perjuicio de las competencias que en lo relativo a las reglas de ordenación, normas de conducta y demás disposiciones dictadas por razón de interés general competan al Estado miembro de acogida (arts. 11, 14.3 y 19 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo)—, se trata de evitar de forma análoga en el sector bancario (artículo 13.2.ª de la Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, de 5 de diciembre) el peligro de que una empresa sujeta a una legislación particularmente restrictiva constituya una filial dotada de personalidad jurídica autónoma en un país más liberal, y que a través de esta sociedad pudiese desarrollar su actividad sobre todo el territorio comunitario y también sobre el país de origen. Advirtiendo la manifestación del citado peligro en el ámbito bancario se ha pronunciado ZANGHIRATI, B., "Banche e appuntamento Europa 92", *Mondo Economico*, 1988, p. 187.

inversión extranjeras, así como a la actuación transfronteriza de las españolas [122], permitió liberalizar las actividades de las citadas empresas, consiguiéndose así una competencia efectiva entre éstas y las entidades de crédito en lo que incide en el ámbito común a ambas concerniente a la operatividad en el mercado de valores [123].

### 6. Supervisión del coeficiente de solvencia

Con los objetivos de evitar distorsiones en la competencia entre las entidades de crédito ante la asunción de similares riesgos en la realización de las mismas actividades en el marco comunitario, así como de favorecer el fortalecimiento del mercado común bancario, se atendió a la instauración de los criterios de solvencia comunitarios en favor de ellas a través de las directivas 89/299/CEE, relativa a los fondos propios, 89/647/CEE, sobre coeficientes de solvencia, 92/121/CEE, en relación con la normativa sobre vigilancia de las

---

[122] La configuración del citado régimen jurídico en nuestro ordenamiento que permita la efectiva realización de la libertad de establecimiento y prestación de servicios en favor de las empresas de servicios de inversión se efectuó siguiendo el modelo ya establecido para las entidades de crédito, tal y como se muestra en lo concerniente a la actuación extranjera en España (artículos 51 a 55 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito; 9, apartados 2 a 5, 11, apartados 1 y 2, y 12 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, para las entidades de crédito; 71, apartados 1 y 2, de la LMV, y 39, 40, 41 y 42 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, para las empresas de servicios de inversión), así como en la actividad transfronteriza española en países extracomunitarios (artículos 30 bis, 4 y 5, y 50 de la Ley 26/1988, de 29 de julio de disciplina e intervención de las entidades de crédito 15, 17 y 13, apartados 1, 2 y 4, del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, para las entidades de crédito, 71, apartados 3 y 4, de la LMV, y 43.5, 44.1 y 2 y 45.1 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, para las empresas de servicios de inversión) y comunitarios (artículos 49 y 50 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito; 13 a 16 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, para las entidades de crédito; 43.4 y 6 y 45.2 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, para las empresas de servicios de inversión).

[123] La 2.ª Directiva de coordinación bancaria, 89/646/CEE, de 5 de diciembre, creaba unas ventajas competitivas en relación con los servicios de inversión, al quedar admitidos al régimen de libertad de sucursales y prestación de servicios tanto el ejercicio de las citadas actividades por las entidades de crédito como por los intermediarios mobiliarios que detentasen una relación de filiación con una o más de aquéllas. De este modo, con la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, quedaron eliminadas tales ventajas, dado que al liberalizarse las actividades efectuadas por las empresas de inversión quedó instaurada una garantía de competencia legal. Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "La propuesta de directiva...", op. cit., p. 212; ABELLA SANTAMARÍA, J., "La directiva relativa...", op. cit., p. 83; FERRARINI, G., "Le direttive comunitarie in tema di servizi di investimento...", op. cit., p. 521, y SPEDICATI, D., "Art 29...", op. cit., p. 235.

operaciones de grandes riesgos, 92/30/CEE, de supervisión de forma consolidada, y 9/646/CEE [124].

Pero, posteriormente, y dado que las empresas de servicios de inversión también quedaron ubicadas en la esfera de la citada competencia directa con las entidades de crédito en el desarrollo por éstas de su actividad en el mercado europeo de valores, además de que se procedió a la configuración del mercado único de valores en aras de la construcción de un mercado financiero integrado, fue la Directiva 93/6/CEE, de 15 de marzo, la que atendió a la adecuación del capital de las entidades de crédito, así como de las citadas empresas de servicios de inversión [125].

Además, y de una forma análoga a este proceso de integración comunitario, también en nuestro ordenamiento interno se configuró esta clara intención homogeneizadora, por lo que si primeramente quedaron afectos de forma secto

---

[124] Sobre el citado proceso vid. LATORRE DÍEZ, J., *Regulación de las entidades de crédito...*, op. cit., p. 17, y sobre los antecedentes del mismo vid. ÁLVAREZ LÓPEZ, E, DURÁNDEZ ADEVA, A, y LÓPEZ COMBARROS, J.L., *Consolidación de los estados financieros en Europa*, Ed. ADP, Madrid, 1985, pp. 13 a 46.

[125] La transcendencia de la citada Directiva 93/6/CEE, de 15 de marzo, modificada por la Directiva 98/31/CEE, de 22 de junio, en sus artículos 1, 2, 5, 7 y 8 (vid. en relación con la citada reforma TAPIA HERMIDA, A.J., "Modificación de la Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito", *RDBB*, n.º 71, 1998, pp. 914 y 915), no ya sólo viene establecida por su condición de complemento necesario a la Directiva de servicios de Inversión 93/2/CEE, de 10 de mayo, sino también por enmarcarse en el proceso normativo de construcción del mercado europeo de capitales que incide en los aspectos instrumentales de los agentes económicos (vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "La propuesta de Directiva del Consejo de la CEE sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito", *RDBB*, n.º 38, 1990, pp. 439 a 441; id.: "Dictamen del Comité Económico y Social de la CEE sobre la Propuesta de Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito", *RDBB*, n.º 42, 1991, pp. 524 a 529; id.: "La propuesta modificada del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito", *RDBB*, n.º 45, 1992, pp. 291 a 293), lo cual originó que, ante la equivalencia de condiciones competitivas establecidas entre las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, estas últimas expresaran su preocupación y reclamasen mayor claridad en la definición y distinción entre ambas, a través de sus asociaciones representativas, tales como el Grupo Europeo de Cajas de Ahorros, mediante su "Opinión sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito" el 17 de septiembre de 1990, así como la Federación Bancaria de la Comunidad Europea, a través de su comunicación de 28 de septiembre de 1990. Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "Informes del Grupo Europeo de Cajas de Ahorros y de la Federación Bancaria de la Comunidad Europea acerca de la Propuesta de Directiva del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión", *RDBB*, n.º 40, 1990, pp. 1010 y 1011.

rial a la supervisión de la solvencia las entidades de crédito (126), posteriormente se hizo extensible a las sociedades y agencias de valores (127), hasta llegar a vincular a las empresas de servicios de inversión (128) —sometidas además al coeficiente de liquidez—, lo que permitió observar unas mismas reglas comunes dentro del sistema financiero (129), junto a las disposiciones especiales esta-

(126) Si bien con la Ley 13/1985, de 25 de mayo, se consagró en nuestro ordenamiento jurídico el principio de suficiencia de recursos propios en favor de las entidades de depósito, dada la tendencia homogeneizadora del régimen financiero que afectaba a los diversos tipos de entidades de crédito, y con el fin de garantizar la solvencia de todas ellas, se procedió a ejercer la facultad conferida al Gobierno por el artículo 47.1.b) de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, para extender a toda clase de entidades de crédito el régimen previsto en el Título II de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, lo cual fue efectuado por el Real Decreto 1044/1989, de 28 de agosto.

(127) Fue la Ley 13/1992, de 1 de junio, la que, modificando profundamente la normativa relativa a la solvencia, tanto individual como consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos (no ya solo la citada Ley modificó parcialmente los artículos 4, 73, 84, 86, 99 y 100 de la LMV, sino que además la normativa de desarrollo de ésta, esto es, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre (derogado en sus Títulos IV y V por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros), procedió a derogar los artículos 16 a 19 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo. Una adecuada interpretación de las citadas modificaciones fue efectuada por TAPIA HERMIDA, A.J., en "La nueva normativa sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de entidades financieras", *RDBB*, n.º 47, 1992, p. 870 y, asimismo, en "Sociedades y agencias de valores: recursos propios y supervisión en base consolidada", *RDBB*, n.º 48, 1992, pp. 1141 a 1143, permitió compartir el impulso comunitario dado por la Directiva 6/93/CEE, de 15 de marzo, al dar el nuevo paso de extender el principio de suficiencia de recursos propios sobre la base consolidada a las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables.

(128) Si bien el artículo 70.1.d) de la LMV indica que las empresas de servicios de inversión deberán *"mantener un volumen de recursos propios proporcionados al de su actividad y gastos de estructura y a los riesgos asumidos y, en general, cumplir las normas de solvencia que se establezcan"*, es necesario proceder a una adecuada interpretación de éste, dado que en relación con las sociedades gestoras de cartera no puede considerarse que sean detentadoras de un coeficiente de solvencia. Lo anterior se debe a que, si el citado coeficiente se establece como garante de la solvencia de las empresas ante el riesgo asumido por las operaciones que efectúan y que podría afectar a sus clientes, las sociedades gestoras de cartera, ante la prohibición de operar por cuenta propia y la naturaleza de la actividad de gestión que sólo pueden realizar, no asumen ningún riesgo que pudiese afectar a sus clientes. De este modo, si no detentan riesgos en su actividad no requieren de un coeficiente que opere como garante de su solvencia. Así pues, la exigencia con respecto a ellas de recursos propios no ha de entenderse como coeficiente de solvencia, sino como garante del *"buen fin de su actividad"*, tal y como ya indicó el artículo 82.4 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre.

(129) Es el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, el que en su Título preliminar y con las modificaciones introducidas en sus artículos 1, 2 y 7.1 por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros, procedió a establecer las disposiciones comunes a los tres subsistemas (bancario, mobiliario y asegurador) en relación con los grupos de entidades financieras en general, así como a los grupos consolidables de éstas en particular. Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "La nueva normativa sobre recursos propios...", op. cit., pp. 869 y 870.

blecidas para cada una de las entidades financieras, tenedoras en cuenta del régimen normativo propio (130).

### 7. El Fondo de Garantía de Inversiones

Cuando la crisis se presenta en el mercado de valores es menester que exista un sistema de garantía que dote de solidez al sistema en su conjunto, dada la disminución de la confianza en el mercado que podría generarse ante la posibilidad de contagio entre las empresas afectas a tal situación. De este modo, no basta con la configuración de un sistema protector del inversor de naturaleza preventiva, sino que además se requiere de una tutela individual que otorgue, ante una situación de crisis, acciones directas de requerimiento, lo cual ha venido a instaurarse mediante la creación de un fondo patrimonial de recursos económicos que, bajo la denominación de Fondo de Garantía de Inversiones, garantiza a los inversores un determinado nivel de protección frente a las empresas de servicios de inversión (con la excepción de las sociedades gestoras de carteras (131)) y los valores que tenían confiados en él (132).

---

(130) En este sentido, el régimen jurídico regulador del coeficiente de solvencia de las empresas de servicios de inversión se rige por el Capítulo II de la Ley 13/1992, de 1 de junio, el Título II del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre [modificado parcialmente en su artículo 36.1.c) por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre], y por el artículo 2 del Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre, para adaptar la normativa de solvencia al artículo 50.3 de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, según la redacción dada por el artículo 59 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, así como para transponer la Directiva 98/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, por la que se modifica la Directiva 93/6/CEE, del Consejo, de 15 de marzo, sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, las Órdenes de 29 de diciembre de 1992 (modificada por la Orden de 13 de abril de 2000) y 4 de diciembre de 1996, así como por las Circulares 6/1992; 1/1997 y 2/1997 de la CNMV, mientras que el de las entidades de crédito viene determinado por el Capítulo I de la Ley 13/1992, de 1 de junio (que dio nueva redacción al Título II de la Ley 13/1985, de 25 de mayo), el Título I del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre (que resultó afectado por las modificaciones introducidas por el Real Decreto 538/1994, de 25 de marzo, por el artículo 1 del Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre, así como por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre en sus artículos 16.1.c), 17.3, 20, 21.1, 22 y 23.1. a) y c), la Orden de 30 de diciembre de 1992 (modificada por la Orden de 13 de abril de 2000) y la Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo.

(131) En efecto, ha sido el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, el que, si bien procedió a determinar en su artículo 3.1 los tipos de empresas de servicios de inversión que habrían de adherirse a cada Fondo de Garantía de Inversiones, excluyó a las sociedades gestoras de carteras por las limitaciones operativas a las que están sujetas.

(132) Con la aparición de los Fondos de Garantía de Inversiones quedó modificado el sistema de compensación determinado por el régimen común de reclamaciones de daños y perjuicios al establecerse un sistema que legitimó la exacción forzosa de recursos afectos legalmente a la tutela del inversor. En este mismo sentido se pronuncian SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La protección del inversor y el fondo de garantía de empresa", *RDBB*, n.º 75, 1999, pp. 114 y 129, y AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., "Los sujetos del mercado...", op. cit., p. 42.

Pero el citado sistema no permite ser valorado como especialidad propia del mercado de valores, dado que tanto la Directiva 97/9/CEE, de 3 de marzo —que estableció la exigencia obligatoria de tal institución—, como el Título VI de la LMV —que transpuso a nuestro ordenamiento la citada Directiva e instauró su régimen jurídico desarrollado por el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, la Orden Ministerial de 14 de noviembre de 2001 y la Circular de la CNMV 2/2001, de 23 de noviembre— siguieron la estela del Fondo de Garantía de Depósitos (133), esto es, del proceso que opera en el sistema bancario como función disuasoria de una masiva retirada del ahorro de los depósitos ante una situación de crisis, compartiendo una serie de equivalencias (134) que hacen tan-

(133) Se hace necesaria la referencia de que los Fondos de Garantía de Depósitos existentes en nuestro ordenamiento jurídico son tres: el de los establecimientos bancarios, el de las cajas de ahorro y el de las cooperativas de crédito, por lo que cuando en lo sucesivo aludamos a las entidades de crédito que quedan afectas al citado Fondo entendamos la mención hecha a las citadas entidades y en ningún caso incluyamos en la misma a los establecimientos financieros de crédito, dado que a éstos no les resulta de aplicación la legislación sobre garantías de depósito.

(134) Junto a estas posiciones analógicas, también son susceptibles de denotarse ciertos criterios distintivos, dado que:

— Si bien el Fondo de Garantía de Inversiones está constituido por un patrimonio carente de personalidad jurídica cuya representación y gestión queda encomendada a las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones que "*tendrán la forma de sociedad anónima y cuyo capital se distribuirá entre las empresas de servicios de inversión adheridas en la misma proporción en que se efectúen las aportaciones a sus respectivos fondos*" (artículo 77.2 de la LMV) y cuyo régimen jurídico viene determinado en los artículos 15 a 22 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, el Fondo de Garantía de Depósito sí se encuentra dotado de personalidad jurídica y se halla regido y administrado por una Comisión Gestora integrada por ocho miembros nombrados por el Ministro de Economía y Hacienda, cuatro de ellos en representación del Banco de España y los otros cuatro en representación de las entidades adheridas. Vid. DE LA CUESTA RUTE, J.M.ª, "Fondo de garantía de depósitos", *Derecho del mercado...*, op. cit., p. 240, y sobre el proceso para proponer y nombrar a los miembros de las respectivas Comisiones Gestoras modificado por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, vid. SALINAS ADELANTADO, C., "La nueva regulación de los Fondos de Garantía de Depósito", *RDBB*, n.º 66, 1997, pp. 431 y ss., y LATORRE DÍEZ, J., *Regulación...*, op. cit., pp. 410 y 411.

— Si bien el sistema bancario funciona bajo un régimen de prestamistas en última instancia que permite inyectar fondos en momentos de crisis a las entidades financieras, para el mercado de valores no se prevé el citado mecanismo. En este sentido se ha pronunciado SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "La protección del inversor...", op. cit., pp. 118 y 120.

— Si bien el Fondo de Garantía de Inversiones sólo tiene la función de garantizar los depósitos de valores y efectivo entregados a las empresas de servicios de inversión (vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, F., "Título VI. El Fondo de Garantía de Inversiones", *La reforma del mercado...*, op. cit., pp. 172 y 173), los fondos no sólo realizan una garantía de depósitos, sino que además solventan las situaciones graves de iliquidez o insolvencia de las entidades adheridas procediendo a su saneamiento y viabilidad posterior. Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "El Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios", *RDBB*, n.º 1, 1981, pp. 35 y 36; SALINAS ADELANTADO, C., "La nueva regulación...", op. cit., p. 455, y LATORRE DÍEZ, J.: *Regulación...*, op. cit., pp. 416 y 417.

gible la influencia que desde el Derecho bancario se ha gestado en el sistema de indemnización de inversores en el mercado de valores. Estas son:

— Su forma de adscripción al fondo. De este modo, se observa la analogía concerniente al carácter obligatorio que resulta de la adscripción al fondo tanto de las empresas de servicio de inversión (artículos 77.5 de la LMV y 2 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto) como de las entidades de crédito (introducido por la reforma operada por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, en su artículo 5.1, por el que se procedió a adaptar al ordenamiento interno la Directiva 94/19/CEE, de 30 de mayo), además de la equidad manifestada en el sistema previsto en relación con el tratamiento de las sucursales extranjeras, ya sean de procedencia comunitaria, al otorgarles la posibilidad de adhesión al fondo [artículo 77.5 de la LMV y 3.2 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, en relación con el Fondo de Garantía de Inversiones, y artículo 5.2.a) del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, en relación con el Fondo de Garantía de Depósitos], o ya detenten su domicilio social en un Estado extracomunitario, al establecerse la obligatoriedad de la adhesión al Fondo de Garantía cuando no acreditasen su pertenencia a un fondo similar en su país de origen que proporcionase una protección análoga a la establecida en nuestro país (artículo 3.3 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, en relación con el Fondo de Garantía de Inversiones, y artículo 5.2.b) del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, en relación con el Fondo de Garantía de Depósitos].

— El importe garantizado, dado que tanto en el Fondo de Garantía de Depósitos (artículo 7.1 de la Directiva 94/19/CE, de 30 de mayo, y artículo 7.1 y disposición transitoria 2.ª del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre) como en el Fondo de Garantía de Inversiones (artículos 4.1 de la Directiva 97/9/CEE, de 3 de marzo y 6 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto) se establece un mismo límite cuantitativo de indemnización garantizado por el fondo aplicable, único para inversor o depositario, de 20.000 euros.

— Las causas para la ejecución de la garantía, y ello puesto que el artículo 77.7.a) y b) de la LMV y 5.a) del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, y el artículo 8.a) y b) Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, comparten como supuestos desencadenantes de la intervención del Fondo de Garantía de Inversiones y el Fondo de Garantía de Depósitos tanto que la entidad haya sido declarada en quiebra como que se tenga solicitada judicialmente la declaración de suspensión de pagos de la entidad. No obstante, el criterio distintivo viene establecido en los artículos 77.7.c) de la LMV y 5.b) del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, y el artículo 8.c) del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, dado que la tercera causa para la ejecución de la garantía se basa en el Fondo de Garantía de Inversiones, en un supuesto que anticipa la actuación ante la imposibilidad de pago transcurridos 21 días de que se hubiese procedido a reclamar a la empresa de servicios de inversión, mientras que en el

Fondo de Garantía de Depósito se configura la anticipación atendiendo a un equivalente plazo de 21 días con respecto el anterior, si bien vinculable a la actuación del Banco de España en su determinación de la imposibilidad de devolución.

— La exclusión del fondo por incumplimiento de las obligaciones a las que quedase sometido. La no observancia de las obligaciones propias de la condición de miembro del Fondo de Garantía de Inversiones y del Fondo de Garantía de Depósitos resulta sancionada en ambos casos con la exclusión del fondo y la revocación de la autorización de la entidad incumplidora cuando no hubiese regularizado su situación en un plazo que no podrá ser inferior a un mes (artículos 77.6 de la LMV, 12.2 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, y 6.1 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, y disposición Adicional 8.ª 1 del Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre), si bien la autoridad decisora —que actúa en colaboración con la entidad encargada de la gestión del fondo, esto es, la Sociedad Gestora, para el Fondo de Garantía de Inversiones, y la Comisión Gestora, para el Fondo de Garantía de Depósitos— será para el primero de los fondos la CNMV, y para el segundo de aquellos el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España.

— La ausencia de aportación estatal al fondo. Con anterioridad al sistema vigente, en el sistema bancario se preveía que el Fondo de Garantía de Depósitos se nutriese de una aportación anual, efectuada por el Banco de España, en proporción igual al conjunto de lo aportado por los bancos, lo cual quedaba justificado por los intereses públicos a los que aquél atendía con su actuación. Pero con la nueva regulación dada al Fondo de Garantía de Depósitos se estableció que éste se encontraría financiado principalmente por las aportaciones efectuadas por sus miembros y sólo excepcionalmente *"y al efecto de salvaguardar la estabilidad del conjunto de las entidades adscritas a él"* por las aportaciones del Banco de España (artículo 3.6 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre). Así pues, ha venido a producirse un avance hacia una ulterior privatización de los fondos [135], dada la consideración de que ya no existen razones que justifiquen una aportación pública cuando las propias entidades son las que pueden soportar perfectamente la carga que supone financiar su estabilidad, que también ha sido asumida en la configuración de unos Fondos de Garantía de Inversiones que sólo se nutrirán de las aportaciones de las entidades adheridas en función del número de clientes y de los capitales depositados o registrados, aunque se les permita la posibilidad de concertar préstamos (artículo 8 del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto).

---

[135] Son palabras de LATORRE DÍAZ, J., *Regulación...*, op. cit., p. 412.

## 8. La actividad de colaboración y representación

En el mercado de valores se procedió al empleo de una figura jurídica que, bajo la noción de agentes o apoderados (136), permitía en concepto de actividad de representación y colaboración con las empresas de servicios de inversión atender a la superación de motivos que de naturaleza estructural, ante las deficiencias de redes comerciales, y de naturaleza operativa, derivadas de la propia actuación, impedían a aquéllas realizar de un modo efectivo sus actividades (137).

De este modo, se optó por una solución similar a la ya establecida en el sector crediticio mediante la figura del agente bancario (138), donde análogamente a ésta se vino a determinar la obligación de comunicación por las entidades a

---

(136) Es el artículo 65.3 de la LMV el que contempla la figura de los agentes o apoderados desarrollada por los artículos 23 a 25 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio.

(137) De este modo, las empresas de servicios de inversión pueden contar con un representante que:

— Dispone ya o que busca clientela con el fin de promover la realización de contratos en el mercado de valores por cuenta de su principal. Aunque en este supuesto la actividad del agente se reduce a invitar a los clientes a que efectúen sus propuestas, sus manifestaciones pueden quedar transformadas posteriormente en contenido del contrato. Es por esta razón por lo que GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho Mercantil*, t. III, Ed. RDM, Madrid, 1963, pp. 546 y 547, ya consideraba que el supuesto del agente meramente promotor no puede quedar asimilado con el de *"un simple nuncio o mensajero"*, sino que encaja más bien con la de *"representante cuya declaración de voluntad vincula al representado"*.

— Interviene en nombre del intermediario representado en la perfección de contratos de inversión, si bien normalmente no suele tratarse de contratos de ejecución, sino de contratos preparatorios de aquellos (esta apreciación resulta efectuada por CACHÓN BLANCO, J.E., "Las relaciones jurídicas de representación de sociedades de valores, de agencias de valores y de otros intermediarios del mercado de valores", *RDBB*, n.º 75, 1999, p. 172) por los que el representante canaliza al representado la orden dada por el inversor.

(138) Fue con la Orden de 5 de mayo de 1965 (derogada por Orden de 3 de marzo de 1987) cuando, con la configuración de los *"corresponsales banqueros y no banqueros"* como vía eficiente para paliar la imposibilidad de abrir oficinas libremente en cualquier plaza del territorio nacional, quedó constituido el antecedente de los agentes bancarios (en este sentido vid. LATORRE DÍEZ, J., *Regulación...*, op. cit., p. 128). Pero si bien, aquellas figuras ya se hicieron innecesarias al establecerse la libertad de apertura de las oficinas por el Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, las entidades de crédito sí que continuaban requiriendo de un representante que actuase por su nombre y cuenta, si bien no ya por motivos estructurales, pero sí por fines operativos propios de la negociación o formalización del contrato. Así pues, el artículo 30 bis.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, estableció la habilitación legal para que se procediese a la reglamentación de los agentes bancarios, la cual fue efectuada por el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio en su artículo 22, y resultó desarrollada por la Circular 5/1995, de 31 de octubre.

la autoridad supervisora de la contratación de agentes [139], así como la aplicación al otorgante de la responsabilidad de los actos que realizasen sus representantes por el incumplimiento de las normas de ordenación y disciplina del mercado donde prestasen sus funciones [140].

### 9. Normas de supervisión, inspección y sanción

La infracción de las normas de ordenación y disciplina tanto desde el mercado de valores como desde el sector crediticio dan lugar a una responsabilidad administrativa que, basada en las facultades coercitivas detentadas por las autoridades supervisoras de las entidades financieras en aras del interés público que justifica la intervención, y concretada mediante un régimen de infracciones y sanciones, operan como un cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas [141].

Derivado de la observancia de este régimen se permite observar cómo el mercado de valores ha procedido con criterios de asimilación al sector crediticio en la aplicación de su propio régimen de supervisión, inspección y sanción, lo cual ha quedado reflejado en las similitudes existentes entre ambos sectores del mercado financiero en aspectos como:

— La configuración de la potestad sancionadora administrativa de forma independiente con respecto a la penal. La norma del artículo 96 de la LMV se articula sobre un esquema de regla-excepción que permite la compatibilidad de sanciones administrativas y penales, por lo que hace surgir la duda sobre si queda con ello superada la exigencia de un principio *non bis in idem* que impide —según la STC de 30 de enero de 1981— que recaiga duplicidad de sanciones administrativa y penales en los casos en que se aprecie la identidad del sujeto,

---

[139] En efecto, si bien inicialmente el artículo 9.3 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, vino a establecer que las relaciones de representación que ostentasen las sociedades y agencias deberían ser comunicadas tanto por el otorgante como por los representantes a la CNMV, ha sido con el artículo 25.1 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, cuando se han venido a recibir las directrices del sector crediticio al establecer análogamente al artículo 22.4 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, que sean las otorgantes las que comuniquen las relaciones de representación que configurasen a la entidad supervisora, sin perjuicio de que ésta reclamase a la entidad como al agente cuanta información estimase conveniente.

[140] Vid. artículo 24.1 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, para el mercado de valores, y artículo 22.6 del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, para el sector crediticio.

[141] Denotando esta consideración en relación con el régimen de infracciones y sanciones crediticio vid. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., "El ordenamiento crediticio y bancario español: reflexiones después de la crisis", *Comentarios a la Ley de disciplina e intervención...*, op. cit., p. 22.

hecho y fundamento, dado que muchas de las infracciones mencionadas en la LMV están incursas en tipos penales al tener especial aplicación los delitos de estafa (artículo 248 del CP), de apropiación indebida (artículo 252 del CP), de información privilegiada (artículo 285 del CP) y de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (artículo 284 del CP). Pero ahora bien, se puede considerar que tal conclusión puede parecer apresurada dado que el ordenamiento jurídico público del mercado de valores y la autoridad de éste, esto es la CNMV, están abocados a hacer de estos bienes jurídicos su misma *ratio esendi*, lo cual nos coloca en una perspectiva bien distinta de la de otros sectores del ordenamiento y por supuesto de la genérica que contempla el Código Penal (142). De este modo, la LMV ha querido ser lo mismo que el Derecho bancario (artículo 2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio), al ser bien diferentes la situación subyacente y la tradición de que pueden blasonar.

— La determinación de la naturaleza de las sanciones análogamente en muy graves, graves y leves.

— La constancia de la sanción en el correspondiente registro administrativo a cargo de la autoridad, o en el registro mercantil en el caso de sanciones de suspensión, separación y separación con inhabilitación.

— La comunicación a la inmediata junta general que se celebre de la sanción a la persona jurídica, o la publicación una vez que sea firme en vía administrativa la sanción muy grave en el Boletín Oficial del Estado (143).

Pero, además, tal asimilación también permite derivarse de las remisiones efectuadas a la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, no ya sólo desde el artículo 107 de la LMV, al declarar el uso de sus medidas de intervención y sustitución, sino también desde el artículo 98 de la LMV, en lo concerniente al régimen de prescripción de las sanciones (artículo 7 de la LDIEC), a los elementos a tener en cuenta para la valoración de la sanción aplicable (artículo 14 de la LDIEC), a los criterios sobre imputabilidad de las infracciones muy graves o graves a quienes ejerzan en la entidad cargos de administración o dirección (artículo 15 de la LDIEC), a la designación de administradores para continuar con la administración (artículo 17 de la LDIEC), así como a la aplicación de las especialidades procedimentales resultantes de los artículos 21 a 24 de la LDIEC, sobre un procedimiento sanciona-

(142) Vid. JIMÉNEZ BLANCO, A., *Derecho público del mercado de valores*, Ed. Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 1989, p. 180.

(143) Cfr. los primeros apartados de los artículos 99, 100 y 101 de la LMV con el artículo 3 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, así como los apartados 2 a 6 del artículo 98 de la LMV con los apartados 1 a 5 del artículo 27 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

dor que ya se adecua a los principios contemplados en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, sobre régimen jurídico de las administraciones públicas y procedimiento administrativo común, y a la remisión reglamentaria que para la disciplina de los mercados financieros se establece en el Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros [144], superando de esta forma la remisión que inicialmente la LMV hacía, a través de la LDIEC, sobre la derogada Ley de Procedimiento Administrativo de 1958.

## V. CONCLUSIONES

Si bien *a priori* se podría haber entendido que la realización en el mercado de valores de las nuevas operaciones presentadas como alternativas para el empleo del ahorro mediante la técnica de asignación directa en la financiación frente a la interposición de las entidades de crédito entre los operadores del mercado para asumir posiciones acreedoras o deudoras podía haber sido atendida por los clásicos intermediarios que ya existían en el mercado financiero, mediante un proceso de especialización por el cual hubiesen sido objeto de vinculación a los nuevos espacios en los que no operaban, se consideró más oportuno actuar mediante la superación de la normativa vigente. Esto es, se consideraba más factible realizar las operaciones por nuevos intermediarios y no por los tradicionales, puesto que sino significaría la imposición de una disciplina uniforme que hubiese establecido límites a las operaciones financieras desarrolladas, y que podía haber generado vínculos innecesarios.

Así pues, se atendió a dotar al mercado de valores de una pluralidad de operadores que, regulados con una disciplina especial para cada uno de ellos, permitía advertir que la innovación de los intermediarios financieros no bancarios estaba ocasionada por la conveniencia de operar en los nuevos espacios del mercado mediante la superación de la normativa vigente. De esta forma, se podía considerar que fue esta necesidad de progreso la opción que permitió la adopción de las fórmulas que resultaran más adecuadas para permitir el desarrollo en los nuevos espacios de la realidad financiera, y el factor que vino a estimular la innovación.

Ahora bien, aun cuando el mercado de valores se caracterizaba por la diversidad de sus operadores, cada uno dotado de un régimen normativo propio, se permitían deducir de entre la heterogeneidad una serie de características

---

[144] Efectuando un estudio sobre el citado procedimiento vid. DEL CAÑO PALOP, J.R., "Procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros (Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre)", *RDBB*, n.º 52, 1993, pp. 1225 a 1232.

comunes, por lo que se posibilitaba así que sobre la base de unas mismas reglas generales se recibiese una disciplina especial para cada tipo de entidad financiera, y que se favoreciese, de tal modo, cierta uniformidad para que las actividades desempeñadas en el mercado de valores fueren realizadas con cierta paridad de tratamiento a pesar de la diversidad de sujetos que la ejercitasen.

De esta forma, si bien en aras del principio general de unidad del mercado aquellas notas comunes que afectaban a la condición de los intermediarios financieros no bancarios operantes en el mercado de valores permitían la observancia de cierta uniformidad de entre la dispersión de normas reguladoras que les afectaban, este proceso de homogeneización vino a culminar legislativamente con la instauración —mediante la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores—, de las empresas de servicios de inversión, al establecer unos parámetros de homogeneización en su estructura, procesos y resultados procedentes de otras entidades que, si bien se encontraban situadas tradicionalmente en otro sector del mercado financiero, actuaban de modo desespecializado en el mercado de valores, estas son, las entidades de crédito.

De este modo, si bien el principio de especialización del mercado de valores inicialmente atendió a la configuración de una estructura normativa superadora de la disciplina uniforme aplicable a los intermediarios bancarios, posteriormente procedió a su ordenación en un contexto de bancarización normativa, dado que, ante la flexibilización normativa experimentada por éstos por la desregulación y la creación del mercado único bancario y la equiparación en actividades con las especializadas en el sector del mercado de valores, se hizo preciso que la búsqueda de la homogeneidad entre los intermediarios que operaban en el mercado de valores se efectuase en relación con las entidades de crédito, al depender la eficiencia del citado mercado —entre otros factores— de una adecuada organización estructural que permitiese otorgar una amplia red de canales de intermediación entre el ahorro y la inversión. Esto es, se permite poner de manifiesto que la razón que viene motivando tal convergencia se justifica en torno a criterios de competencia. En efecto, es la caída de las fronteras que anteriormente permitía deliminar en compartimentos estancos a los operadores en los mercados financieros [145], y por consiguiente la posibilidad de prestar funciones más allá de los límites tradicionalmente esbozados

[145] En este sentido vid. VERDERA Y TUELLS, E., "Las actividades parabancarias, innovación y desintermediación en el sistema financiero español", *L'attivitá parabancaria...*, op. cit., p. 180; VALENZUELA GARACH, F., *La información...*, op. cit., p. 130; id.: "Actividad bancaria y actividad aseguradora...", op. cit., p. 862; BONET SÁNCHEZ, J.I., "El contrato bancario", *Contratos bancarios y parabancarios...*, op. cit., p. 87, y CENDERELLI, E., *Mutamenti dell'attivitá bancaria (aspetti strutturali ed operativi)*, Ed. Egea, Milán, 1993, p. 40.

en torno al principio de especialización, lo que viene a justificar la necesidad por el legislador de tener que procurar en torno al estatuto jurídico de los operadores una normativa propiciadora de potentes intermediarios que, situados en equivalentes condiciones concurrenciales, sean susceptibles de imprimir a las operaciones efectuadas una dinámica competitiva tal que potencie los volúmenes de contratación de éstos, y que no signifique la imposición de una disciplina generadora de límites a los sujetos que prestan la actividad que restrinja su capacidad de negociación.

Pero, aun cuando lo anterior permite significar que el Derecho del mercado de valores se configura como una realidad cada vez más cercana al mundo del crédito, dado que la regulación jurídica del sector constituida en torno a una ordenación sistemática de carácter unitario de normas de contenido jurídico heterónomas sigue de cerca la huella del Derecho bancario, esta situación no debe advertir ni evocar una futura plena convergencia de modelos. Tal razón se fundamenta, en primer término, en la propia normativa aplicable por razón del acto a los contratos realizados, dado que las peculiaridades de cada ámbito económico generan una serie de diferencias que no permiten establecer una asimilación absoluta entre las finalidades perseguidas, ante la distinción de sus objetos principales, esto es, los valores e instrumentos financieros para el mercado de valores y el dinero y el crédito para el sector crediticio, los distintos contratos subyacentes que ponen en contacto a los clientes con los respectivos intermediarios en cada tipo de mercado financiero, al centrarse por regla general los del mercado de valores en los contratos de comisión mercantil y los del sector crediticio en operaciones pasivas de depósito o activas de préstamo, y ante la diferenciación existente entre los riesgos asumidos por el inversor y el depositario, y ello puesto que, si bien a éste se le protege con el fin de eliminar el riesgo en su derecho de crédito, a aquél se le tutela para que con conocimiento de causa acepte de antemano un riesgo inherente a la inversión o desinversión que realiza. Y, en segundo lugar, por los derechos y obligaciones exigibles a los intermediarios financieros, puesto que en el Derecho del mercado de valores, a diferencia del Derecho bancario, no se produce la separación sistemática entre las normas reguladoras del sujeto y las del derecho de los contratos [146], lo que ocasiona que al pretenderse dirigir el comportamiento de los

[146] En efecto, tal y como exponen VALENZUELA GARACH, F., "La contratación de las entidades bancarias: nociones preliminares", en AA.VV. (coord. JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.), *Derecho mercantil*, Ed. Ariel, Barcelona, 1995, p. 415, y RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "El derecho bancario: sus fuentes", *Contratos bancarios y parabancarios...*, op. cit., p. 59, en el Derecho bancario sí que se acusa la separación sistemática existente entre la legislación bancaria en sentido estricto, esto es, la institución bancaria y el Derecho de los contratos bancarios, es decir, el conjunto de normas jurídicas referentes a la actividad de las entidades de crédito bancarias.

intermediarios en el mercado de valores desde las normas de relación con la clientela y las de conducta, afectando a diversos campos de su actividad en el marco de los contratos de comisión que les vincula con sus clientes, bien sean emisores, oferentes o inversores, puedan generarse desavenencias con respecto a la normativa propia de las entidades de crédito.

# Crónica

# EL CONTROL DE CONTENIDO DE LAS CLÁUSULAS DE MOROSIDAD EN LAS OPERACIONES COMERCIALES (A propósito del artículo 9 de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre)

KLAUS JOCHEN ALBIEZ DOHRMANN

*Prof. Titular de Derecho Civil*
*de la Facultad de Derecho de Granada.*

## SUMARIO

I. LA SINGULARIDAD DEL ARTÍCULO 9 DE LA LEY 3/2004, DE 29 DE DICIEMBRE.

II. LA EXPRESIÓN LEGAL "CLÁUSULAS ABUSIVAS" EN LA LEY 3/2004.

**1. El significado de las cláusulas abusivas en su sentido más genuino.**

**2. Intransparencia y "abusividad" formal de cláusulas de aplazamiento de pago o de interés de demora.**

**3. El abuso de la libertad contractual ¿constituye una circunstancia a tener en cuenta?, ¿es un elemento de la "abusividad" de las cláusulas sujetas a la Ley 3/2004?**

**4. La desviación de las normas dispositivas de la Ley 3/2004.**

III. EL MODO DE PROCEDER JUDICIAL EN LA DETERMINACIÓN DEL CARÁCTER ABUSIVO DE LAS CLÁUSULAS AL AMPARO DE LA LEY 3/2004.

IV. LA SANCIÓN DE LA LEY 3/2004: LA NULIDAD DE LAS CLÁUSULAS ABUSIVAS.

V. INTEGRACIÓN Y MODERACIÓN JUDICIAL.

VI. LA DEFENSA INDIVIDUAL Y COLECTIVA DE LOS ACREEDORES.

VII. CUESTIONES DE COMPETENCIA JUDICIAL.

## I. LA SINGULARIDAD DEL ARTÍCULO 9 DE LA LEY 3/2004, DE 29 DE DICIEMBRE

La Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2000/35/CE. Una vez más el legislador español ha optado por una ley especial para dar cumplimiento a una normativa comunitaria cuyo objetivo específico es la lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales [1] [2] [3]. A diferencia de muchas otras directivas comunitarias de ámbito del Derecho privado, la Directiva 2000/35 se dirige a los

---

[1] Quizá a veces es mejor una ley especial para evitar la dispersión de normas. Cabe dudar si hubiera sido bueno reformar cada uno de los artículos que tienen por objeto los temas que trata la Directiva 2000/35, por ejemplo, los artículos 1100 y 1108 del CC, el artículo 63 del Ccom, la LCGC (cfr., ÍÑIGUEZ ORTEGA, P., "Aspectos materiales de la morosidad en las operaciones comerciales: especial referencia a la Ley 3/2004, de 29 de diciembre", http://noticias.jurídicas.com/areas_virtual). Así, sin embargo, lo ha entendido el legislador austriaco que, mediante la Ley de Reforma del Derecho de los intereses (en vigor desde el 1 de agosto de 2002), ha reformado a lo largo y ancho de su ordenamiento jurídico aquellos preceptos directamente relacionados con la morosidad en el pago y ha introducido los mecanismos necesarios para luchar, en consonancia con la Directiva, contra ella.

[2] En la mayoría de los ordenamientos nacionales se ha optado por una ley especial (por ejemplo, Bélgica, España, Italia). En pocos países, por el contrario, se ha elegido el camino de la adaptación de la Directiva a las normas ya vigentes. Un ejemplo es la adaptación del Derecho alemán que ha reformulado el § 286 del BGB en vez de redactar una ley especial. El sistema alemán, por otra parte, tiene normas específicas para la protección de los empresarios frente a cláusulas abusivas, por lo que cumplía con los mandatos de los apartados 3, 4 y 5 del artículo 3 de la Directiva. También podemos citar la Ley francesa, la *NRE* n.º 2001-420, de 15 de mayo, o la Ley austriaca de 2001, la ZinsRÄG, que ha entrado en vigor el 1 de agosto de 2002. Sobre la trasposición de la Directiva al Derecho alemán y sus problemas vid., entre otros, HEINRICHS, H., "Die EG-Richtlinie zur Bekämpfung von Zahlungsverzug im Geschäftsverkehr und die Reform des Verzugsrechts", en *Die Schuldrechtsreform vor dem Hintergrund des Gemeinschaftsrechts*, eds. Schulze, R. y Schulte-Nölke, H., Tubinga, 2001, pp. 81 y ss.; HÄNLEIN, A., "Die Richtlinie 2000/35/EG zur Bekämpfung von Zahlungsverzug im Geschäftsverkehr und ihre Umsetzung in Deutschland", *EuZW*, 2000, pp. 680 y ss. Para una primera aproximación al Derecho francés, MONFORT, C., "Transposition française de la Directive sur les retards de paiements: Rendez-vous manqué avec l'actualisation du Droit de obligations", en *La armonización del Derecho de obligaciones en Europa*, coords. Badosa Coll, F., y Arroyo Amayuelas, E., Valencia, 2006, pp. 381 y ss. En la misma obra colectiva, sobre el Derecho italiano, puede ser de interés el trabajo de ZACCARIA, A., "La Direttiva 2000/35/CE sui ritardi di pagamento: I discostamenti, rispetto ad essa, del decreto italiano di attuazione", pp. 429 y ss.

[3] Llama la atención la rapidez con que los legisladores nacionales han transpuesto a sus ordenamientos la Directiva 2000/35.

empresarios que conciertan operaciones comerciales con otros empresarios [4]. También se dirige a las administraciones públicas cuando realizan operaciones comerciales con empresarios. Pero sólo los empresarios adquieren la condición de sujetos especialmente protegidos cuando son acreedores. Ello tiene una importancia extraordinaria porque es la primera vez que una directiva se ocupa de establecer reglas de protección en relaciones comerciales cuando una de las partes —el empresario— es perjudicada por determinadas cláusulas. El alcance horizontal de la Directiva, aunque limitado, quizá sea el comienzo de una política comunitaria más comprometida por regular las relaciones entre empresarios y las relaciones de los empresarios con las administraciones públicas [5].

Obviamente en un mercado que se pretende que funcione con una cierta uniformidad no hay lugar para valoraciones éticas en cuanto al comportamiento del deudor en su relación con un acreedor. Esto explica que la Directiva parta de la mora automática, fijando reglas y límites a la autonomía privada, buscando, así, una equivalencia para todos. En definitiva, como diría el Profesor Doral, el valor ético ha sido sustituido por un valor económico. En una economía de mercado lo que importa es el cálculo. Sólo desde esta perspectiva es como se puede entender la Directiva sobre la lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Una de las singularidades de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, reside en el artículo 9 [6]. En una sola norma se articula todo un sistema de control interno de las cláusulas que tienen por objeto el aplazamiento de pago y el interés de demora en las operaciones comerciales. Si bien el artículo 9 responde —como

---

[4] Son todavía pocos los trabajos en nuestra literatura sobre la Directiva. Un mero informe ofrece RIVERA FERNÁNDEZ en la *RdP* n.º 6, 2001, pp. 519 y ss. Una lectura más detenida realiza DÍEZ-PICAZO GIMÉNEZ, "La Directiva 2000/35/CE, sobre la *mora debendi* en las obligaciones comerciales. Un eficaz intento para luchar contra la morosidad", en *Estudios jurídicos en Homenaje al Profesor Luis Díez-Picazo*, Madrid, 2003, pp. 1730 y ss. Un estudio sobre todo desde la perspectiva económica es el elaborado por ARRUÑADA, B., *La Directiva sobre morosidad: solución a un falso problema*, Madrid, 1999. Le sigue muy de cerca, J. ALFARO ÁGUILA-REAL, quien hace sobre todo una lectura económico-jurídica de esta Directiva, en "La nueva regulación del crédito comercial: Una lectura crítica de la Directiva y de la Ley contra la morosidad", INDRET, julio, 2005.

[5] LEIBLE, S., "Der Vorschlag für eine EG-Richtlinie zur Bekämpfung von Zahlungsverzug im Handelsverkehr als Baustein eines europäischen Unternehmensrechts", en *Europa als Union des Rechts —Eine notwendige Zwischenbilanz im Prozess der Vertiefung und Erweiterung*, ed. Scholz, R., Colonia, 1999, p. 94.

[6] El artículo 9 ha sufrido algunas modificaciones hasta su redacción final. El segundo proyecto de ley, de 24 de junio de 2004, introduce algunas mejoras respecto del primer proyecto de ley, de 1 de julio de 2003.

no podía ser de otro modo— a un mandato explícito de la Directiva de lucha contra cláusulas de aplazamiento de pago y de interés de demora manifiestamente abusivas, que se concreta muy vagamente en la Directiva en el artículo 3, parte de un esquema que recuerda al que se ha aprobado en nuestro ordenamiento jurídico para combatir las cláusulas abusivas en las relaciones con consumidores, cuya base es la Directiva 93/13. El artículo 9 viene encabezado con el título "cláusulas abusivas". Las cláusulas sujetas a la Ley 3/2004 que sean abusivas son sancionadas con la nulidad. Contiene una cláusula general de "abusividad". Al juez se le da un poder de integración conforme al artículo 1258 del CC. Y se le ofrece a determinadas instituciones y organismos la defensa colectiva. La Ley 3/2004 va más lejos que la Directiva 2000/35 en el control material de las cláusulas generales de aplazamiento de pago y de interés de demora que sean abusivas.

El sistema español ha optado claramente por un control judicial para la aplicación de la Ley 3/2004. El juez se va a encontrar con algunas dificultades para apreciar el carácter abusivo de una cláusula sujeta a esta Ley. El artículo 9 está lleno de conceptos jurídicos indeterminados que tendrán que ser precisados por la jurisprudencia. En la realización de esta labor judicial puede ayudar mucho un buen conocimiento de aquellas categorías jurídicas más vinculadas al control de contenido de los contratos.

El paso dado por el legislador español de avanzar en la protección de los empresarios cuando son acreedores en operaciones comerciales frente a determinadas cláusulas tiene su base en una clara opción política de las instituciones comunitarias de querer prohibir el abuso de la libertad de contratar en perjuicio del acreedor. Dispone el artículo 3.4 de la Directiva que "los Estados miembros velarán por que, en interés de los acreedores y los competidores, existan medios adecuados y efectivos para evitar que sigan aplicándose cláusulas que resulten manifiestamente abusivas en el sentido del apartado 3". Ahora bien, habrá que comprobar hasta qué punto el legislador español realmente quería articular un relativo amplio sistema de control material de determinadas cláusulas o simplemente se ha dejado influir por una versión que, efectivamente, se refiere a "cláusulas manifiestamente abusivas", pero que no necesariamente tienen que identificarse con "cláusulas abusivas". Ello también depende de la lectura interpretativa que hagamos del artículo 3.3 y demás normas concordantes de la Directiva. A lo largo del artículo 9 de la Ley 3/2004 encontramos similitudes con el artículo 3.3 de la Directiva 2000/35, pero también contiene singularidades que son propias del control específico de las cláusulas abusivas. Esta "combinación" en el artículo 9 de elementos de la Directiva 2000/35 y de elementos propios del control de las cláusulas abusivas convierte a este precepto en una norma de interés para profundizar en el alcance del mandato genérico de la Directiva de prohibir el abuso de la libertad de contratar en operaciones comer-

ciales respecto de cláusulas sobre el aplazamiento de pago y el interés de demora en perjuicio del acreedor.

Uno de los principales efectos de esta Ley es que permite, en principio, sólo el control material de dos cláusulas de las operaciones comerciales. Hay, efectivamente, todo un sistema legal para el control de contenido de las cláusulas de aplazamiento de pago y del interés de demora. Una cláusula general, la defensa de intereses colectivos, la intervención del juez con facultades integradoras y moderadoras... El control de las demás cláusulas debe realizarse conforme a las normas del Derecho común. Los problemas quizá sean menores cuando el control es meramente individual. Pero cuando el control es abstracto se produce una cierta fisura: por una parte, está la Ley 3/2004 para el control de dos tipos de cláusulas en las operaciones comerciales, y, por otra, está el Derecho común que no conoce más que el control individual. El problema puede acentuarse en el control abstracto cuando las cláusulas de fecha de pago o de interés de demora están vinculadas a otras cláusulas. Son problemas de un sistema —como el nuestro— que no conoce una protección específica de los empresarios que son partes de un contrato con condiciones generales.

Nuestro breve estudio del artículo 9 se centrará, primeramente, en resaltar la expresión legal "cláusulas abusivas". El citado precepto no debe ser un obstáculo para comprender también las cláusulas formalmente abusivas. Después nos interesa examinar la desviación de las cláusulas de aplazamiento de pago y de interés de demora respecto del régimen legal previsto, que es de naturaleza dispositiva. Así como los criterios que debe tener en cuenta el juez para valorar el grado de desviación. A continuación nuestra atención se centrará en la sanción en caso de desviación de una determinada cláusula de aplazamiento de pago o de interés de demora y en el poder del juez de integrar y moderar, en su caso, la cláusula concreta. Para terminar, nos dedicaremos a los remedios judiciales que proporciona la Ley para combatir las cláusulas abusivas y la competencia material.

Antes de entrar en estos temas, habría que preguntarse si realmente se va a hacer uso del artículo 9. El empresario individual probablemente no esté muy interesado en esta especial protección que le otorga el legislador. Muchas veces pueden más los intereses comerciales que la "abusividad" o no de una cláusula como las que son objeto de regulación por la Ley 3/2004. Actuaciones de denuncia pueden deteriorar una relación comercial. Las empresas probablemente busquen muchas veces otras soluciones cuando consideren que el desplazamiento de las cláusulas de aplazamiento de pago y del interés de demora del

régimen legal les resulte perjudicial [7] [8]. En las relaciones entre fabricantes (o cualquier otro tipo de proveedor) y grandes distribuidores es frecuente que éstos actúen asumiendo o proponiendo soluciones para evitar la vía judicial o renegocien las condiciones sobre el aplazamiento de pago [9]. Algunos prácticos del Derecho piensan que sólo se rebelarán aquellas empresas que están en una situación de dependencia económica, y, aun así, se lo pensarán [10]. A nivel de la defensa de los intereses colectivos cabe dudar, de momento, que vaya a haber una especial protección por la poca costumbre que hay en España de estas prácticas tuitivas.

## II. LA EXPRESIÓN LEGAL "CLÁUSULAS ABUSIVAS" EN LA LEY 3/2004

La interpretación del artículo 9 estará condicionada por el significado que se le quiere dar a las palabras "cuando tengan un contenido abusivo en perjuicio del acreedor". Sobre todo si se tiene en cuenta la Directiva 2000/35, que utiliza en la versión española las palabras "manifiestamente abusivo", que es también la versión belga y francesa [11]. Sin embargo, en la versión alemana, de la que parten los legisladores de la República Federal de Alemania y de Austria, se utilizan otras expresiones para combatir las cláusulas, en concreto, en el texto aparecen las palabras "grob nachteilig" (gravemente perjudicial). La versión

---

[7] ¿Le resulta razonable al acreedor acudir a los tribunales para reclamar unos intereses de aproximadamente el 9% anual si no tiene cierta seguridad jurídica acerca del sentido de la decisión judicial sobre el carácter abusivo de la cláusula contractual, aceptada por él, que permite esa mayor dilación? Esta pregunta se la formula G. AGUILLAUME GANDASEGUI, en "El ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la Ley 3/2004, de medidas de lucha contra la morosidad", Diario La Ley n.º 6332, 4 de octubre de 2005, Ref. D-221. Él cree, con cierto sentido práctico, que sinceramente no.

[8] La propia eficiencia del sistema judicial para el cobro de los créditos, a la que se refiere ALFARO ÁGUILA-REAL (op. cit.), tiene que ver más que los pactos de aplazamiento.

[9] B. ARRUÑADA, *Aplazamiento de pago y morosidad en las transacciones comerciales*, Madrid, 1999, pp. 65 y ss.

[10] Vid. el informe de P. TRAMOYERS GALVÁN del despacho Ernst & Young, sobre la Ley contra la morosidad en las operaciones comerciales.

[11] Sorprendentemente en la transposición al Derecho francés de la Directiva 2000/35/CE no se especifica el control de las cláusulas manifiestamente abusivas, siendo una importante laguna que planteará, con toda seguridad, problemas de aplicación para proteger a los acreedores y un posible incumplimiento de Francia en la transposición de la Directiva a su ordenamiento jurídico (vid. MONTFORT, op. cit., pp. 397 y ss.).

italiana se refiere a cláusulas que "risulti gravemente iniqua". Y la versión inglesa habla de cláusulas "grossly unfair". Las fórmulas empleadas en las distintas versiones para combatir cláusulas que son perjudiciales para el acreedor tienen su significado en cada uno de los derechos nacionales (12). Y, en consecuencia, puede dar lugar a interpretaciones diferentes. La siempre pretendida armonización de una directiva difícilmente se logra cuando cada ordenamiento jurídico nacional se ve contaminado por la versión de la Directiva en el idioma concreto, y, sobre todo, cuando esas mismas palabras o parecidas se integran en el texto normativo nacional (así, p.e., los textos legales de trasposición belga, austriaco e italiano utilizan las mismas palabras que la versión oficial de la Directiva; el texto legal español utiliza la expresión "cláusulas abusivas"; la reforma alemana de 2002 ni siquiera considera necesaria una norma específica de control que recogiera las palabras "gravemente perjudicial", dado que están los parágrafos 307, 242 y 138 del BGB, lo cual obligará, no obstante, a los tribunales a valorar las cláusulas conforme a la Directiva, si bien se optará, seguramente, por la misma técnica de control que se hace en las demás cláusulas en las relaciones entre empresarios). Muchos considerarán que no hay que dar una excesiva importancia a estas formulaciones para expresar algo en el Derecho cuando se trata de conceptos generales o indeterminados. En fin, nos encontramos con un problema de interpretación en este punto de la Directiva y, con ello, también de las leyes nacionales, cuya causa principal reside no ya sólo en la utilización de un distinto lenguaje jurídico sino, sobre todo, en el distinto significado que puede atribuirse en los derechos internos a cada una de las expresiones utilizadas en la Directiva.

### 1. El significado de las cláusulas abusivas en su sentido más genuino

La Directiva 2000/35 tiene, entre otros objetivos, prohibir el abuso de la libertad de contratar en perjuicio del acreedor (13). Esta prohibición se concreta en el artículo 3.3, siguiendo la versión española, en la que se ordena que los

---

(12) Para un acercamiento a la pluralidad del lenguaje jurídico, entre otros, A. CALOT ESCOBAR, "Ordenamiento jurídico comunitario y mecanismos de tutela judicial efectiva. La necesaria desconfianza ante la falsa claridad de las normas comunitarias (los malos entendidos de un derecho plurilingüe), en *Ordenamiento jurídico comunitario y mecanismos de tutela judicial efectiva*, Vitoria-Gasteiz, 1995, pp. 261 y ss.; F. BALAGUER CALLEJÓN, "La construcción del lenguaje jurídico en la Unión Europea", *ReDCE*, n.º 1, enero-junio 2004, pp. 307 y ss., en particular 316 y ss.; D. MARTINY, "Babylon in Brüssel?", *ZEuP*, 1998, pp. 227 y ss.

(13) En la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las transacciones comerciales no hay ninguna alusión a que entre las medidas que se deben adoptar esté la de prohibir el abuso de la libertad de contratar en perjuicio del acreedor.

Estados miembros dispondrán que cualquier acuerdo sobre la fecha de pago o sobre las consecuencias de la demora que no sea conforme a lo dispuesto en las letras b) a d) del apartado 1 y el apartado 2 no sea aplicable o dé lugar al derecho a reclamar por daños si, consideradas todas las circunstancias del caso, entre ellas los usos habituales del comercio y la naturaleza del producto, es manifiestamente abusivo para el acreedor. La Directiva no habla propiamente de cláusulas abusivas, sino que se refiere a cláusulas que cuando se apartan de las reglas contenidas en el artículo 3.1, b) a d), y en el artículo 3.2 deben ser condenadas en caso de que sean manifiestamente abusivas, si bien su manifiesta "abusividad", como determina el artículo 3.3, deberá ser valorada debidamente. Parece que la Directiva 2000/35 se inspira en la Directiva 93/13, aunque existen notables diferencias con ella. Algún autor incluso afirma que la Directiva sobre la lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales se apoya conscientemente en la Directiva sobre las cláusulas abusivas para combatir las cláusulas de aplazamiento de pago y de interés de demora que sean perjudiciales para el acreedor (14). Esta parece ser también la interpretación del legislador español al utilizar, sin más, la expresión "cláusulas abusivas" (15). Este rótulo, dice ESTUPIÑÁN CÁCERES al comentar el Primer Proyecto, no es del todo adecuado, pues dicho precepto tiene un contenido más amplio (16). En cierta medida es así, como tendremos ocasión de comprobar al analizar el artículo 9. Pero no faltarán los autores que consideran que la "abusividad" de las cláusulas debe valorarse atendiendo al abuso del poder contractual del deudor en su relación con el acreedor atendiendo a lo que dice la Directiva, siendo, para algunos, un presupuesto para la aplicación de la Directiva. En aquellos ordenamientos en los que se ha seguido más fielmente a la Directiva se defiende con general aceptación que la "abusividad" vendrá determinada

(14) SCHULTE-BAUCKS, R., "Zahlungsverzug in der Europäischen Union", *NJW*, 2001, p. 106, nota 51.

(15) Para BADOSA COLL, F., es una técnica de condiciones generales de la contratación (artículo 8 y disposición adicional 1.ª de la LCFC) que se traspasa de las condiciones generales predispuestas a las particulares (artículo 6.1 de la LCGC) impuestas. Es una transferencia prevista en el artículo 3.5 de la Directiva, en "La relación obligatoria, el plazo de pago y la mora en la transposición de la Directiva 2000/35/CE al Derecho español", en *La armonización del Derecho de obligaciones en Europa*, coords. F. Badosa Coll y E. Arroyo i Amayuelas, Valencia, 2006, pp. 325-326; ALFARO ÁGUILA-REAL en la nota 52, op. cit., subraya la ampliación importante de aplicación de la Directiva 93/13 a relaciones que en el marco de esta Ley son comerciales.

(16) "El Proyecto de Ley por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: aspectos básicos", *La Ley*, 2004, D-31, p. 1771.

por el abuso de la libertad contractual, en definitiva, por el poder que tiene el deudor sobre el acreedor (17).

La desviación de cláusulas sobre la fecha de pago o de las consecuencias de la demora de los artículos 4.2, 7.2 y 6 puede tener como consecuencia la nulidad de las cláusulas cuando éstas —dice literalmente el artículo 9.1 de la Ley— "tengan un contenido abusivo en perjuicio del acreedor". Con la supresión del adverbio "manifiestamente" ha desaparecido un presupuesto para la sanción de una cláusula contraria al artículo 9 (18). La "abusividad" de una cláusula, entendida en su sentido más propio, implica de por sí un grado de intensidad contra los intereses de la otra parte de un contrato que merece ser condenada. Puede haber también cláusulas de aplazamiento de pago o de interés de demora que beneficien en exceso al deudor. En ambos casos puede ser que se trate de cláusulas abusivas si se cumplen los presupuestos de "abusividad". El adverbio "manifiesto", por el contrario, parece indicar que al menos hace falta un verdadero abuso del poder contractual. Parece que la intención del legislador comunitario fue la de condenar sólo los abusos del poder contractual de una de las partes —el empresario o la administración pública—. Aunque donde hay cláusulas abusivas por norma general hay una asimetría de poderes contractuales, lo verdaderamente determinante debería ser la existencia de un desequilibrio en el contenido del contrato y/o que sea contrario a la buena fe. En este sentido, el Derecho español va más lejos que la Directiva, lo que, desde mi punto de vista, me parece positivo y puede permitir un control de contenido de mayor calado. No todo el mundo parece entenderlo así. La Confederación Española de Organización Empresariales (CEOE) hizo saber en su informe la diferencia que había en el primer Anteproyecto de Ley de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales con la Directiva. La Asociación Nacional de Constructores Independientes (ANCI) consideró que debería mantenerse en el texto del primer Anteproyecto el carácter "manifiestamente" abusivo de las cláusulas. En el mismo sentido se pronuncia la Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional (SEOPAN). Y el propio Consejo de Estado, en su primer dictamen, de 19 de junio de 2003, considera que aunque no es objetable que el Anteproyecto prescinda del adverbio en cuestión al referirse a las cláusulas reguladas en su artículo 9, podría introducirse el adverbio al

---

(17) Afirma PANDOLFINI, V., que "la 'grave iniquità' dell'accordo è sostanzialmente coincidente con —*rectius*, è l'espressione de— l''abuso' della posizione contrattuale del debitore, ai danni del creditore", en *La nuova normativa sui ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali*, Milán, 2003, p. 64 (también p. 58).

(18) Aunque algunos ordenamientos jurídicos nacionales, como la Ley belga de 2 de agosto de 2002, se refieren al abuso manifiesto como presupuesto para condenar una cláusula en perjuicio del acreedor.

definir tales cláusulas, con el fin de subrayar la claridad o notoriedad del abuso y la necesidad de que vaya acompañado de un nivel de gravedad jurídica proporcional a la gravedad de los efectos que comporta su apreciación. En el segundo dictamen, de 30 de septiembre de 2004, no se vuelve a insistir en este aspecto aun cuando el segundo Anteproyecto mantiene la expresión "cláusulas abusivas".

Para determinar el carácter abusivo de una cláusula hacen falta unos parámetros legales. En la Directiva 93/13 estos parámetros vienen recogidos en el artículo 10 bis.1 de la LGDCU. En la Ley de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales los parámetros para determinar la "abusividad" de una cláusula de aplazamiento de fecha de pago o de interés de demora no son del todo claros, y lo son todavía menos en la Directiva 2000/35. Pero la Ley 3/2000 tiene en común con la normativa de protección de los consumidores que contiene una cláusula general para el control de las cláusulas que sean abusivas.

¿En qué criterios se debe fijar el juez cuando se le plantea el carácter abusivo de una cláusula de aplazamiento de pago o de una cláusula de interés de demora en operaciones comerciales? En primer lugar, debe examinar la desviación de la cláusula respecto de las normas dispositivas aplicables de la Ley (artículos 4.2, 7.2 o 6). Comprobada la desviación de la cláusula en cuestión, debe preguntarse si la desviación resulta ser perjudicial para el acreedor. Ese perjuicio debería ser grave, aunque no lo dice la Ley. El perjuicio grave para el acreedor o el beneficio excesivo para el deudor es el principal parámetro para determinar el carácter abusivo de una cláusula de aplazamiento de pago o de interés de demora. Para calibrar el perjuicio, el juez puede preguntarse, conforme al artículo 9.1, párrafo tercero, si dicha cláusula sirve principalmente para proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor, o si el contratista principal impone a sus proveedores o subcontratistas unas condiciones de pago que no estén justificadas por razón de las condiciones de que él mismo sea beneficiario o por otras razones objetivas [(19)]. En tales casos, hay un claro indicio de "abusividad" de las cláusulas, y, por tanto, tienen, en principio, un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. El juez debe tener en cuenta, en cualquier caso, las circunstancias en las que se ha redactado la cláusula que se enjuicia. Entre estas circunstancias puede valorarse, en su caso, el abuso del poder contractual, pero no constituye un presupuesto imprescindible para valorar el carácter abusivo de una cláusula de morosidad en las operaciones comerciales. Por su parte, el deudor puede alegar en contra de las pretensiones de

---

(19) El tercer párrafo del artículo 9 fue introducido en el segundo proyecto de ley, de 24 de junio de 2004, lo cual no sólo es un acierto sino que está en consonancia con la Directiva 2000/35.

nulidad de la cláusula de aplazamiento de pago o de interés de demora que hay una razón objetiva que justifica su desviación de la norma en cuestión. Ello requerirá un examen pormenorizado en cada caso concreto, debiéndose estar no sólo a razones jurídicas sino también a consideraciones económicas (el aplazamiento de pago y su relación con el tipo de interés pueden responder a razones financieras, de tesorería o comerciales [20]), las cuales deberán ser valoradas debidamente por el juez, lo que no es una tarea fácil.

Para determinar si una cláusula de interés de demora es abusiva puede tenerse en cuenta la praxis judicial desarrollada en torno de la Ley de Azcárate [21] y de otras leyes protectoras (Ley de crédito al consumo, LGDCU), si bien —hay que subrayarlo— son leyes que protegen al deudor y no al acreedor.

Un indicio de "abusividad" es que el interés de demora sea notablemente superior no sólo al legal, sino que lo sea también con relación a los usos en un determinado sector donde se desarrolla la operación comercial.

Lo mismo se puede decir del aplazamiento de pago. Cuando el plazo de pago es notablemente inferior al establecido en la ley y también lo es en el sector del tráfico comercial, hay indicios para pensar que la cláusula quizá sea abusiva.

Por norma general existe una relación directa entre la cláusula de aplazamiento de pago y el interés de demora, de modo que para enjuiciar su "abusividad" se deben valorar ambas cláusulas. Un plazo de aplazamiento de pago amplio eleva el interés de demora. Un aplazamiento de pago breve lleva consigo un interés de demora bajo. Otras cláusulas que no tienen esas funciones compensadoras pueden ser abusivas cuando se desvían del régimen legal establecido.

El artículo 9 plantea la duda de si sólo es aplicable a las cláusulas de aplazamiento de pago y de interés de demora o si puede ser invocado en relación con otras cláusulas. La respuesta pasa por la correcta aplicación del artículo 9. Esto significa que el juez debe interpretar debidamente la cláusula. Si comprueba que es una cláusula que cumple funciones parecidas no debería

---

[20] Me parecen tremendamente útiles las observaciones de ARRUÑADA sobre las razones financieras y comerciales en el aplazamiento de pago, especialmente en las relaciones entre distribuidores y proveedores, en *Aplazamiento de pago…*, op. cit., pp. 20 y ss.

[21] A favor incluso de la aplicación directa a toda suerte de contratos y, dentro de ellos, a toda clase de intereses, incluso los moratorios, claramente RUIZ-RICO RUIZ, J.M., "Comentario a los artículos 1108 y 1109 del CC", en *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*, dir. por Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabert, tomo XV, vol. 1, Madrid, 1989, pp. 824 y ss. Le sigue, entre otros, ORDÁS ALONSO, M., *El interés de demora*, Elcano, 2004, p. 108. Y con anterioridad hay, igualmente, una amplia doctrina a favor de este planteamiento.

dudar en aplicar este precepto para el control judicial. Cualquier cláusula que tenga alguna conexión jurídica o económica con las cláusulas de morosidad debe pasar el filtro del artículo 9 en lugar de estar sujeta a los límites del Derecho común. Se debe realizar, pues, una interpretación flexible en beneficio del acreedor. Existe un evidente peligro de estigmatización dejando fuera cláusulas sólo por razones de estricta interpretación del artículo 9. El juez lo debe evitar en la medida de lo posible. Así, por ejemplo, la cláusula del requerimiento previo para el cobro de una deuda aplazada por sí sola no estaría, en principio, sujeta al control del artículo 9. Ahora bien, en la medida en que fuese parte de una cláusula de aplazamiento de pago que no respetara los límites del artículo 9 el juez debería valorar la cláusula en su totalidad. O piénsese en la cláusula que establezca que el retraso no culpable no genera intereses. Ante esta cláusula, el Juez puede y debe pronunciarse dentro del marco del artículo 9.

El perjuicio para el acreedor, ¿es un elemento determinante de la "abusividad" de las cláusulas que son objeto de control por la Ley 3/2004? La respuesta debe ser afirmativa. Pero ¿cómo se determina el perjuicio? Yo entiendo que el perjuicio normalmente deviene del desequilibrio que introduce una cláusula en el contrato. Para que tenga relevancia el desequilibrio éste ha de ser importante. A partir de ese momento, podemos valorar en qué medida la cláusula es perjudicial para la contraparte. Una consecuencia enlazada con otra puede tener como efecto último que sea contraria a la buena fe [22]. No lo dice así el artículo 9 que estamos comentando. Y, en principio, es donde se puede apreciar alguna diferencia con el artículo 10 bis.1 de la LGDCU [23]. En el contexto de las cláusulas que son propiamente abusivas la buena fe constituye el parámetro legal por excelencia (véase el artículo 10 bis.1 de la LGDCU). Para la Ley 3/2004, en principio, lo importante es que con el desplazamiento del régimen legal dispositivo sobre la fecha de pago y el interés de demora se cause un perjuicio al acreedor para declarar su carácter abusivo y, por tanto, su nulidad. Pero la nueva Ley no excluye, en absoluto, el control de esas mismas cláusulas cuando sean contrarias a la buena fe.

Si es esta la interpretación que hacemos del artículo 9.1, podemos afirmar que nuestro sistema jurídico ha apostado, por primera vez, por un control mate-

---

[22] La buena fe, ¿deberá ser valorada conforme a criterios nacionales o puede el TJCE, él mismo, definir el alcance de la buena fe? Es una pregunta que se formula LEIBLE, pero no la resuelve, op. cit., p. 94.

[23] Subrayado por ESPIAU ESPIAU, S., citado por ZAHINO RUIZ, M.ª L., en la nota 72 de su trabajo "La transposición de la Directiva 2000/35/CE por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales en el Derecho privado español", en *La armonización del Derecho de obligaciones en Europa*, Valencia, coords. F. Badosa Coll y E. Arroyo i Amayuelas, 2006, pp. 333 y ss.

rial de las cláusulas abusivas en su sentido más auténtico en las relaciones entre empresarios o con las Administraciones Públicas, si bien limitado sólo a las cláusulas de aplazamiento de pago y de interés de demora. Y este control tiene una especial importancia cuando se trata de condiciones generales, ya que hasta ahora el control material de las condiciones generales entre empresarios había que ejercerlo acudiendo a las normas del Derecho común. Además, se trata de un control que va más allá de la Directiva y más lejos que más de un ordenamiento jurídico de nuestro entorno comunitario. En definitiva, con esta nueva Ley están sujetas a un control de contenido específico las condiciones generales de aplazamiento de pago y de interés de demora.

El control específico que articula la Ley 3/2004 no se extiende sólo a las condiciones generales, sino también a las cláusulas pactadas entre las partes. Y ello debe ser así por el mandato expreso de la Directiva 2000/35, según el cual se debe combatir cualquier acuerdo sobre la fecha de pago o sobre las consecuencias de demora en las operaciones comerciales que sean contrarias al régimen legal. La Directiva 2000/35 ha ido más lejos que la Directiva sobre las cláusulas abusivas, la cual, después de un intenso debate, prefirió limitar el control de las cláusulas sólo a las que no son objeto de negociación.

En la Ley 3/2004, a diferencia de la LGDCU, nada se dice de las cláusulas individuales no negociadas. Se trata un importante silencio legal. Aunque tampoco nada dice la Directiva 2000/35 al respecto, lo procedente hubiera sido que en la lucha específica contra la morosidad en las operaciones comerciales estuvieran comprendidas las cláusulas de fecha de pago y de interés de demora que no hayan sido objeto de una negociación individual. Las cuestiones que pueden suscitar estas cláusulas cuando no han sido objeto de una negociación individual tendrán que ser resueltas, en principio, de acuerdo con las reglas del Derecho común. Pero siendo una laguna legal, podría aplicarse, por analogía, el artículo 9 a estas cláusulas.

### 2. Intransparencia y "abusividad" formal de cláusulas de aplazamiento de pago o de interés de demora

Las cláusulas de aplazamiento de pago o de interés de demora, cuando son condiciones generales, tienen un marco jurídico más general, cual es la LCGC, que establece los requisitos de incorporación y las reglas de interpretación en los artículos 5 y 6. El acreedor puede hacer valer estos preceptos para la protección de sus derechos cuando considera que la cláusula no cumple con los requisitos de incorporación o, formando parte del contrato, resulta ser oscura. Tanto los requisitos de incorporación como la interpretación deben ser examinados conforme a criterios propios del tráfico mercantil. Pero en ocasiones puede suceder que haya una cláusula de aplazamiento de pago o de interés de demora que no sea lo suficientemente transparente, causando con ello un perjuicio al

acreedor. En tal caso, el juez tiene que hacer una valoración que no se puede realizar a partir de reglas interpretativas, sino que debe hacer un juicio material de la cláusula, es decir, en qué medida perjudica al acreedor e, incluso, es contraria a la buena fe. El artículo 9.1 se refiere, sin más, al contenido abusivo en perjuicio del acreedor. El contenido abusivo en perjuicio del acreedor podría deberse a la falta de transparencia de una cláusula (24). Por tanto, la cláusula general del artículo 9.1 sería igualmente aplicable a supuestos de "abusividad" formal. Hay que reconocer que el artículo 9.1 está pensado para las cláusulas que desplazan las normas legales sobre la fecha de pago y el interés de demora. Pero siguiendo una interpretación del artículo 9.1 a favor del empresario-acreedor podría entenderse que puede servir de base también para el control de la "abusividad" formal. En la propia Exposición de Motivos de la Ley se proclama que es objetivo general de la Directiva fomentar una mayor transparencia en la determinación de los plazos de pago en las transacciones comerciales. Cuestión distinta es que la Ley lo haya conseguido. Fuera de la Ley 3/2004, el juez tendría que acudir a las normas mercantiles (arts. 57 y 59 Ccom), ya que la LCGC, aparte de negar expresamente un control material específico de las condiciones entre empresarios, no contempla la falta de transparencia como un problema de control material —sólo prevé la transparencia como requisito de incorporación y, en su caso, deja en manos de la interpretación la cláusula que resulte oscura—.

Para la transparencia —entendida en los dos sentidos: amplia y estricta— de las cláusulas que son negociadas, o de las cláusulas individuales no negociadas, las reglas son las del Derecho mercantil, en particular los artículos 57 y 59 del Ccom (sus normas paralelas en el Código Civil son los artículos 1258 y 1288).

### 3. El abuso de la libertad contractual ¿constituye una circunstancia a tener en cuenta?, ¿es un elemento de la "abusividad" de las cláusulas sujetas a la Ley 3/2004?

La Directiva 2000/35 pone énfasis en que para solucionar el problema de la morosidad se debe prohibir el abuso de la libertad de contratar en perjuicio del empresario-acreedor. Con ello se pretender dar una mayor eficiencia a la Directiva. Contratar es un derecho de cualquier ciudadano, de cualquier operador económico, un derecho que se mide en razón de sus posibilidades económi-

(24) En la doctrina española, por todos, PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, F., *Las cláusulas abusivas por un defecto de transparencia*, Elcano, 2004, y, en especial, en las relaciones comerciales, pp. 102 y ss.

cas. Ha sido precisamente en el ámbito de las relaciones de consumo donde más barreras se han establecido al que abusa de su posición dominante en el mercado, con el objetivo de proteger de una manera más eficaz a los consumidores. Es donde el Estado más ha intervenido. Es propio —en términos de algunos teóricos del Derecho— de un capitalismo "organizado", el cual considera necesario establecer determinadas limitaciones al poder de contratar (25). En las relaciones entre empresarios y profesionales, sin embargo, no ha habido, salvo en algunos países muy concretos, una especial prioridad de utilizar mecanismos específicos de defensa a favor de aquellos empresarios y profesionales que se encuentran en una situación de inferioridad. Las respuestas de protección devienen normalmente del Derecho común. Y, de modo más específico, pero con un alcance protector mucho más reducido, del Derecho de la competencia. En este sentido, la Directiva 2000/35 supone para nuestro ordenamiento jurídico una verdadera novedad, así como para aquellos sistemas de los Estados miembros de la UE que no tienen normas específicas de protección de los empresarios y profesionales.

El abuso en la contratación es tan impreciso a la hora de definirlo como lo es la libertad de contratar. El artículo 1 de la Ley señala que es objeto de la misma "combatir… el abuso, en perjuicio del acreedor, en la fijación de los plazos de pago…". El abuso en la contratación no es fácil de concretar en cada caso en particular. Por eso hacen falta criterios descriptivos más precisos para luchar contra quien abusa de su posición en el mercado. Lo hacen, con más o menos fortuna, la Directiva en el artículo 3.3 y nuestra Ley en el artículo 9.1 para sancionar las cláusulas abusivas. A partir de ese momento, cuando hay una norma más concreta que recoge los elementos descriptores, llamada también cláusula general, no hay por qué indagar en si el empresario-deudor ha abusado de su libertad de contratar en su relación con otro empresario-acreedor. La "abusividad" debe ser examinada conforme a los elementos descriptores que ofrece la norma que se ha erigido en la norma principal del control. No obstante, sigue extendida la idea de que las cláusulas abusivas son el resultado de un abuso de la libertad contractual por una de las partes del contrato, el que tiene una posición más fuerte en las relaciones con los demás contratantes (26). En

(25) Así FARIA, J.E., *El Derecho en la economía globalizada*, Madrid, 2001, p. 168.

(26) Así, en relación con el Proyecto de 2004, RODRÍGUEZ PIÑERO Y BRAVO-FERRER, M., para quien la cláusula abusiva es un supuesto de "abuso del derecho" que a su vez supone un acto u omisión que sobrepasa "manifiestamente" los límites normales del ejercicio de un derecho, en "La 'lucha legal' contra la morosidad en los pagos", en *Libro Homenaje al profesor Manuel Albaladejo García*, t. II, Murcia, 2004, p. 4380.

realidad, habría que hablar más bien del abuso del poder contractual [27]. El poder contractual se tiene porque se tiene una posición económica en el mercado. La posición puede ser usada en beneficio exclusivo o preferencial para el que la tiene. Precisamente en las relaciones entre distribuidores y proveedores, en las que se ha fijado la Directiva, es donde, según muchos, el abuso del poder contractual está muy generalizado [28]. Cuando se utiliza además para perjudicar a otro, entonces tiene que intervenir el Derecho. Por muy libre que sea el mercado, es necesario organizarlo mínimamente. Para evitar abusos del poder contractual que tiene uno sobre otros alterando con ello las reglas del mercado está el Derecho de la competencia. Si es para crear situaciones de desequilibrio en el contenido de los contratos, están las cláusulas generales, como el artículo 10 bis.1 de la LGDCU y el artículo 9.1 que estamos comentando. En este sentido, no puedo compartir la afirmación del Consejo de Estado, en el ya citado dictamen de 2003, de que "en nuestro Derecho, el concepto de cláusula abusiva está íntimamente vinculado al de 'abuso del derecho' —citando, entre otras, las SSTS de 19 mayo y 15 septiembre 1999 (RJ 4048 y 6936 [29])— que supone un acto o misión que sobrepase 'manifiestamente' los límites normales del ejercicio de un derecho". Hace ya mucho tiempo que el concepto de la cláusula abusiva ha quedado ubicado en el marco de la justicia contractual —equilibrio de las prestaciones y buena fe— . A diferencia de la Directiva sobre las cláusulas abusivas, la Directiva sobre la morosidad en las operaciones comerciales parece no pensar tanto en la justicia contractual como en defender al acreedor de los abusos del deudor. Esta puede ser la explicación de que en la Directiva se hable de la "abusividad" manifiesta. El Consejo de Estado recomendó, aun cuando admitió que no es objetable prescindir del adverbio "manifiestamente", que es mejor introducirlo "con el fin de subrayar la claridad o notoriedad del abuso y la necesidad de que vaya acompañado de un nivel de gravedad jurídica proporcional a la gravedad de los efectos que comporta su apreciación". Es evidente que el legislador español se ha apartado de la Directiva pero sin violarla con la supresión de este adverbio, lo que permitirá, en el futuro, un control más amplio de las cláusulas sujetas a la Ley 3/2004. A mi juicio, la apreciación del ejercicio abusivo de un derecho está rodeada de una serie de cautelas que no se dan en el control de las cláusulas abusivas. Las reservas que puede tener un

---

[27] Sobre el abuso del poder contractual en las relaciones entre empresarios vid. F. MACARIO, "Abuso di autonomia negoziale e disciplina dei contratti fra imprese: verso una nuova clausola generale", *Riv. Dir. Civ.*, 2005, 663 y ss.

[28] Así, ARRUÑADA, *Aplazamiento de pago y morosidad*…, op. cit., pp. 33 y ss.; o ALFARO ÁGUILA-REAL, op. cit.

[29] En ambas resoluciones judiciales es ponente MARTÍNEZ-CALCERRADA Y GÓMEZ.

juez a la hora de aplicar el artículo 7.2 del CC no las debe tener cuando es de aplicación el artículo 9.1 de la Ley 3/2004. El alcance de uno y otro precepto es diferente. Aun así, la propia Exposición de Motivos de esta Ley especial alude a prácticas abusivas cuando se refiere a las cláusulas abusivas: "La libertad de contratar no debe amparar prácticas abusivas imponiendo cláusulas relativas a plazos de pago más amplios o tipos de interés de demora inferiores previstos en esta Ley, por lo que el juez podrá modificar estos acuerdos si, valoradas las circunstancias del caso, resultaran abusivos para el acreedor". Ciertamente hay prácticas abusivas en situaciones de monopolio, de competencia desleal o de dependencia económica, tecnológica o intelectual que propician la imposición de cláusulas abusivas. ARRUÑADA denuncia expresamente el aplazamiento de pago como abuso monopolista, bien por parte de los proveedores, bien por parte de los compradores. El poder de mercado de los clientes es muchas veces causa de aplazamiento de pagos y de crédito comercial, pues este poder les permite imponer un plazo contractual más largo, así como demorar el pago más allá de lo previamente pactado (30). Son situaciones que deben ser valoradas debidamente, pero lo verdaderamente determinante, para declarar la nulidad de una cláusula que se juzga al amparo de la Ley 3/2004, es que ésta sea de contenido abusivo en perjuicio del acreedor, con independencia de que haya habido o no un abuso en la posición contractual del deudor en su relación con el acreedor. Partir del abuso del poder contractual como presupuesto para la aplicación del artículo 9.1 no supone sólo ir en contra del artículo 9.1, sino, sobre todo, un retroceso en la protección de los contratantes débiles, en este caso los acreedores en relaciones comerciales. Hace ya casi un siglo que los juristas alemanes nos enseñaron que una protección en casos de monopolio es excesivamente restrictiva y que permite un control judicial sólo en casos límite. Aunque la Directiva 2000/35 parece haberlo olvidado cuando exige que, para luchar contra cláusulas perjudiciales para el acreedor, éstas sean manifiestamente abusivas.

### 4. La desviación de las normas dispositivas de la Ley 3/2004

El régimen legal que instaura la Ley 3/2004 en cuanto a la determinación del plazo de pago, así como del interés de demora, es de naturaleza dispositiva. El artículo 4.1 dice que "el plazo de pago que debe cumplir el deudor será el que se hubiere pactado entre las partes dentro del marco legal aplicable y, en su defecto, el establecido de acuerdo con lo dispuesto en el apartado siguiente". En el mismo sentido el artículo 7.2, que señala que "el interés de demora que deberá pagar el deudor será el que resulte del contrato y, en defecto de pacto, el

(30) "La Ley contra la morosidad comercial", *InDret*, 2004 (http://www.indretc.com).

tipo legal que se establece en el apartado siguiente". Dentro del marco de la autonomía de la voluntad las partes pueden establecer un régimen diferente del legalmente fijado. Por tanto se pueden apartar de él, pero hasta unos ciertos límites. Junto a la autonomía formal está la autonomía material. Cuando las cláusulas pactadas o impuestas rompen con la paridad contractual previamente establecida puede suceder que se desvíen excesivamente de las normas dispositivas. Entonces es cuando puede intervenir el Derecho para preservar, en su caso, los derechos de quien confía en un plan previamente diseñado por el legislador. Esta intervención no significa que las normas sobre el aplazamiento de pago y del interés de demora sean, en realidad, imperativas (31). A estas alturas parece que no somos todavía capaces de resolver la dicotomía entre normas dispositivas y normas imperativas. No por el hecho de que las normas dispositivas fijen un marco legal se convierten en imperativas. Los límites de los pactos que alteren las normas dispositivas vienen impuestos por parámetros más generales, como los que establece el artículo 9.1 de la Ley española. Lo que se puede sancionar es la trasgresión de esos parámetros generales, y no la mera desviación de las normas que fijan determinados requisitos. La Directiva en su imploración a los Estados miembros para luchar contra la morosidad en las operaciones comerciales parte del reconocimiento de la autonomía de la voluntad y pide a los Estados miembros que la regulación para combatir la morosidad sea mediante normas dispositivas. Sin embargo, el artículo 3.3 de la Directiva contiene un mandato de control prohibiendo cláusulas manifiestamente abusivas. En nuestro Derecho, los límites de la desviación vienen relativamente concretados en el artículo 9.1.

No parece defendible, como en su momento entendió ARRUÑADA, que habría sido mejor una Directiva de carácter imperativo (32). Y la normativa española se decantó claramente a favor del carácter dispositivo de sus normas (33). Las relaciones comerciales entre empresarios requieren un margen amplio de autonomía, y, por tanto, la intervención del Estado debe ser mínima. Cuestión distinta es si realmente se va a poder proteger al acreedor mediante esta normativa. Para ARRUÑADA hay mucho de voluntarismo en esta norma especial, pero se está lejos de la realidad económica. Incluso, este autor piensa que la Ley contra la morosidad comercial va a echar en brazos de los bancos a los empresarios acreedores para financiar sus operaciones comerciales, en perjuicio de los

(31) Es lo que, sorprendemente, defiende ALFARO ÁGUILA-REAL.

(32) "La Ley contra la morosidad…", op. cit.

(33) Algún autor ve en la normativa un carácter imperativo; así ZAHINO RUIZ, al afirmar que la Ley parece elevar a la categoría de normas imperativas normas que generalmente son dispositivas (op. cit., nota 71, p. 370).

intermediarios comerciales, cuya competitividad en el terreno financiero puede verse sustancialmente dañada (34).

Uno de los límites de la autonomía privada y de la libertad contractual, además de las normas imperativas y prohibitivas así como de las cláusulas generales, es el Derecho dispositivo. En la doctrina española fue el Profesor DE CASTRO quien subrayó que, en determinados casos, el límite puede venir establecido por el Derecho dispositivo (35). Con apoyo en la doctrina alemana, DE CASTRO defiende que las normas reguladoras del contrato, al manifestar la regulación normal, tienen un cierto carácter imperativo; son preceptos —aclara— en los que el legislador ha ponderado cuidadosamente la situación normal de los intereses de las partes, que tienen una función "ordenadora", por lo que no pueden ser desplazados sin una razón suficiente (36). En el Derecho alemán aparece esta idea en el § 307.2 del BGB, al establecer como límite de las cláusulas no negociadas, si bien con carácter subsidiario, los principios esenciales de la regulación legal. Si se dan estas características, el Derecho dispositivo puede actuar también como límite de la autonomía privada y de la libertad contractual. DE CASTRO se refería sobre todo a las condiciones generales. El renombrado jurista distingue aquí entre cláusulas que siempre pueden desplazar el Derecho dispositivo, porque no vienen condicionadas por la naturaleza del contrato, y cláusulas que sólo pueden derogar el Derecho dispositivo cuando hay alguna razón que lo justifique. Este planteamiento ha tenido, desde entonces, una general aceptación en la doctrina española. Para muchos, el Derecho dispositivo es un límite más, un límite nuevo dice el Profesor REVERTE NAVARRO, de la libertad contractual (37).

Del propio contexto de la Ley 3/2004 cabe colegir que este planteamiento nuevamente adquiere plena actualidad, ya que no admite que se deroguen por acuerdos pactados o predispuestos sin más las normas reguladoras del aplazamiento de pago y del interés de demora en las operaciones comerciales sujetas a esta Ley especial. El límite del desplazamiento de las normas contenidas en los artículos 4.2, 6 y 7.2 mediante acuerdos pactados o predispuestos con carácter general es cuando tengan un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. Es evidente, pues, que para declarar que una cláusula es contraria a una norma

---

(34) "La Ley contra la morosidad…", op. cit.

(35) *Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las Leyes*, Madrid, 1985, p. 80.

(36) Ídem, p. 80.

(37) *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, dirs. M. Albaladejo y S. Díaz Alabart, t. XVII, vol. 1-A, Madrid, pp. 247 y ss.

dispositiva no basta con que se produzca una desviación de la norma; es necesario que la desviación no esté justificada, lo cual requiere un juicio valorativo. Este juicio valorativo debe hacerse cuando son operaciones comerciales sujetas a la Ley 3/2004, conforme a los criterios del artículo 9.1. Precisa el artículo 9.1, siguiendo al artículo 3.3 de la Directiva, que debe existir una razón objetiva para apartarse de las normas reguladoras del aplazamiento de pago y del interés de demora. Esas razones pueden ser meramente fácticas, técnicas, económicas o jurídicas.

En el desarrollo legal y judicial del control del contenido de los contratos, en particular cuando son contratos de adhesión, se ha puesto de manifiesto que el Derecho dispositivo cumple más bien otra función. Más que como límite del Derecho contractual, el Derecho dispositivo sirve de modelo al juez para enjuiciar correctamente las cláusulas. El juez ha de partir de un modelo, de un modelo contractual, para poder valorar las cláusulas y, en su caso, determinar si son abusivas. El modelo viene dado por la ley y, en su defecto, por la praxis contractual, por las costumbres y por los usos negociales y comerciales. La Ley 3/2004 articula un modelo específico para la fecha de pago y el interés de demora del que debe partir el juez para determinar si una cláusula tiene, en su caso, un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. Como un efecto más allá de la declaración de la "abusividad" de las cláusulas, las resoluciones judiciales afirmativas pueden convertir la normativa en un derecho "seminecesario" (38).

Un modelo específico ya lo había establecido el legislador para el comercio minorista en el artículo 17 de la LOCM. Este precepto ha sido reformado en los apartados 1, 3, 4 y 5 para adaptarlo a la Directiva 2000/35. La regulación de las cláusulas abusivas en la Ley 3/2004 ha determinado, como se explica en la Exposición de Motivos, la necesidad de dar una nueva redacción al artículo 17.3 de la LOCM, para ajustar los pagos a los proveedores a las previsiones de esta Ley.

Hasta la Ley 3/2004, los límites de contenido material de las cláusulas de aplazamiento de pago y del interés de demora en las operaciones comerciales podrían encontrarse en los artículos 1255 y 1258 del CC. La aplicación analógica del artículo 10 bis.1 de la LGDCU era más que rechazable a las operaciones comerciales.

(38) Así, AGUILLAUME GANDASEGUI, op. cit.

## III. EL MODO DE PROCEDER JUDICIAL EN LA DETERMINACIÓN DEL CARÁCTER ABUSIVO DE LAS CLÁUSULAS AL AMPARO DE LA LEY 3/2004

La Ley 3/2004 parte de un criterio legal para sancionar la nulidad de las cláusulas al amparo de la misma. La cláusula que se juzga debe tener un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. El juez tiene que examinar, pues, si la cláusula de fecha de pago o de interés de demora tiene un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. El contenido abusivo puede devenir también de una ventaja excesiva para el deudor. El espejo en el que tiene que mirar el juez para examinar la "abusividad" es el del régimen legal de los artículos 4.2, 6 y 7.3. Lo decisivo es que se produzca un desvío importante y que ese desvío sea injustificado y perjudicial para el acreedor, o que vaya en beneficio del deudor. El punto de referencia es que, conforme a la Ley, el interés legal es desde los 30 días después de la fecha de la factura (con todas las matizaciones de los artículos 4.2, 6 y 7.3). Cuando a partir de esa referencia legal el desplazamiento es excesivo, anormal, desproporcionado, entonces el Juez puede partir de una presunción judicial de "abusividad". El juez no tiene, a diferencia de cuando se juzga el carácter abusivo de una cláusula al amparo de la LGDCU, unos parámetros claros. Pero lo normal es que haga un juicio muy parecido en atención al desequilibrio que introduce la cláusula y al perjuicio que causa a la otra parte, valorando también la buena fe objetiva de las cláusulas en cuestión. En el contexto del artículo 9.1 el juez puede partir de unos elementos valorativos más sencillos: puede examinar en qué medida la desviación supone un perjuicio grave para el acreedor. El artículo 9.1 ofrece al juez dos criterios interpretativos concretos para considerar que una determinada cláusula tiene un contenido abusivo en perjuicio del acreedor. Tiene un contenido abusivo "si dicha cláusula sirve principalmente para proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor", o "si el contratista principal impone a sus proveedores o subcontratistas unas condiciones de pago que no estén justificadas por razón de las condiciones de que él mismo sea beneficiario o por otras razones objetivas". El artículo 9.1 ha elevado a norma lo que son factores de "abusividad" según el considerando 19 de la Directiva 2000/35. Hay otros factores que pueden ser tenidos en cuenta, como, por ejemplo, la dependencia económica, la dependencia tecnológica o la dependencia intelectual. Estos factores se dan con frecuencia, sobre todo, en los contratos de distribución. En el futuro, los deudores seguramente incluirán cláusulas para burlar estos factores.

La nulidad por "abusividad" puede ser evitada si existe alguna razón objetiva que pueda justificar el desvío del régimen legal dispositivo. Conviene precisar que tanto cuando se trata de cláusulas pactadas como cuando son condiciones generales, la razón objetiva debe ser alegada por quien se tiene que defender de la pretensión individual o colectiva de la declaración de la nulidad

de la cláusula. La 3/2004 permite tener en cuenta otros factores, con lo que amplía la posibilidad de considerar como válidas cláusulas que en principio son abusivas.

Son aspectos positivos de la Directiva y de la Ley los criterios de flexibilidad introducidos para juzgar con mayor amplitud las cláusulas de fecha de pago y de interés de demora. Si ya la valoración circunstanciada constituye un referente importante en la Directiva sobre cláusulas abusivas en las relaciones con consumidores ahora, con mayor razón, lo debe ser en las relaciones empresariales. En este sentido, hacen bien ambos textos legales en señalar que deben ser consideradas todas las circunstancias del caso, entre ellas los usos habituales del comercio y la naturaleza del producto, a las que añade el artículo 9.1, con buen criterio, la naturaleza del servicio y la prestación por parte del deudor de garantías adicionales. Cualesquiera de estas circunstancias señaladas y otras —no hay una lista cerrada— pueden ser decisivas para rescatar la cláusula de la inicial "abusividad".

De todas las circunstancias señaladas en el artículo 9.1, tienen un peso importante los usos comerciales, especialmente en el comercio minorista. Los usos comerciales pueden tener un carácter más o menos localista, pero también pueden tener un alcance transfronterizo o, incluso, internacional.

Los estudios económicos evidencian las enormes diferencias que hay en cuanto a los plazos de pago y los intereses de demora en los países europeos. El plazo medio de aplazamiento de pago giraba, en el año 1996, en torno a 53 días, el mínimo era de 27 días y el máximo de 94 días [39]. En los países del Sur los plazos eran, por norma general, más largos que en los países nórdicos. Aunque la Directiva unifica los plazos, así como las leyes nacionales, habrá que tener en cuenta los usos comerciales, lo que puede significar que en el Sur de Europa las operaciones comerciales seguirán teniendo fechas de pago de duración más larga que en el Norte. Además habrá que tener en cuenta el sector comercial concreto. Por ejemplo, en España, hasta ahora, los plazos de pago pueden girar en torno a 70 o 90 días. En el mercado de la construcción los plazos pueden ser aún mayores, pero, a cambio, los intereses son bajos. Estos usos deben ser valorados debidamente por el Juez de instancia. Sólo cuando el plazo sea anormalmente superior y el interés de demora sea, en comparación, superior, entonces el Juez puede considerar que la cláusula es abusiva. En definitiva, como afirma BAENA RUIZ, los usos habituales del comercio son contemplados, de una parte, como elemento objetivo a tener en cuenta a la hora de calificar una cláusula como abusiva, y, de otra, como prácticas comerciales, que han de ser

---

[39] Datos tomados de http://europa.eu.int/comm/enterprise/regulation/late_payments/index.htm.

desplazadas y eliminadas cuando no supongan más que una repetición de plazos abusivas (40). La mayor uniformidad en los aplazamientos de pago que se pretende con la Directiva hay que mirarla con una cierta distancia, debiéndose estar, sobre todo, a las leyes de mercado. Los tribunales no deben convertirse —advierte ARRUÑADA— en jueces del mercado (41).

Me voy a detener aquí para aludir a una reciente sentencia alemana, dictada por el Tribunal Superior de Justicia de Colonia (OLG), con fecha de 1 de febrero de 2006 (42), que declara abusiva una cláusula de aplazamiento de pago de 90 días, predispuesta e impuesta en un contrato de obra, en virtud del parágrafo 307 del BGB, teniendo que el plazo legal es de 30 días conforme al parágrafo 286 III 2 BGB. El Alto Tribunal considera que es abusiva una condición general que triplica el plazo legal de aplazamiento de pago. Para llegar a esta decisión el Alto Tribunal tiene en cuenta la Directiva 2000/35/CE. La cláusula en cuestión no puede ser valorada positivamente conforme a la norma y a la Directiva. En definitiva, se trata de una cláusula gravemente perjudicial para el acreedor. Para este tribunal alemán no existe ninguna duda sobre la ineficacia de esta condición general al considerar que es contraria a la buena fe (parágrafo 307 BGB) y que tampoco resiste el control de la Directiva. En la doctrina alemana está totalmente asumida la tesis de que cuando se trata de condiciones generales de morosidad en las operaciones comerciales la valoración se debe hacer conforme a la cláusula general de buena fe y a la Directiva (*richtliniekonforme Wertung*). La falta de una norma específica de control de contenido obliga a cualquier tribunal alemán a correr este camino. Ello no impedirá que, con toda seguridad, el control se hará siguiendo la técnica que se viene aplicando para el control de las cláusulas abusivas en las relaciones entre empresarios. En España, por el contrario, la valoración de una cláusula se hará principalmente al amparo del artículo 9, sin tener que acudir obligatoriamente a la Directiva. Me pregunto si la cláusula declarada abusiva por el Tribunal de Colonia sería declarada también abusiva por un Tribunal español. Tengo mis dudas si tenemos en cuenta que los plazos de aplazamiento en España son más largos, pudiendo girar alrededor de 70 a 90 días. No se puede exigir que de la noche a la mañana se reduzcan drásticamente los plazos hasta acercarlos a los plazos de otros países. La pretendida uniformidad en el mercado que se pretende con la Directiva no es fácil de llevar a la práctica. Tiene razón ARRUÑADA

(40) "La Ley de Medidas de Lucha contra la Morosidad en las Operaciones Comerciales", en *La compraventa: Ley de garantías*, Madrid, 2006, p. 169.

(41) *La Directiva sobre morosidad:…*, op. cit., p. 54.

(42) Publicada en *NJW-RR*, 2006, pp. 670-671.

cuando advierte del peligro de que los jueces se conviertan en árbitros de mercado.

Muchos de los antiguos usos comerciales han pasado a ser cláusulas o condiciones generales o aparecen recogidos en formularios. Estas cláusulas no están libres de un posterior juicio individual o colectivo de "abusividad". Pero el hecho de que sean utilizadas en el tráfico jurídico les otorga un cierto grado de validez que puede ser destruida mediante el ejercicio individual de la acción de nulidad o de las acciones colectivas de cesación y de retractación. Dice el artículo 9.1 que "no podrá considerarse habitual del comercio la práctica repetida de plazos abusivos" (43). En el caso de que haya usos comerciales, éstos deben ser tenidos en cuenta en atención a cualquiera de sus funciones para valorar debidamente las cláusulas cuya "abusividad" se discute. Se pregunta LEIBLE si se deben valorar las costumbres nacionales o si existe algún criterio a nivel europeo (44). Lo que es cierto es que las costumbres varían de lugar. Lo que en un país pueden ser buenas costumbres, en otro pueden ser malas. Ello puede plantear problemas de conflicto en las relaciones comerciales transfronterizas.

Un criterio a tener en cuenta en la apreciación de una cláusula es el tipo de contrato. No se refiere expresamente a esta circunstancia la Ley. Y tampoco la Directiva en su articulado. Sin embargo, es una circunstancia valorada en el considerando 18: pueden existir determinados tipos de contrato en los que puede estar justificado un período de pago más largo con restricción de la libertad de contratar o tipos de intereses más altos. La naturaleza del producto o la naturaleza del servicio, circunstancias mencionadas en el artículo 9.1, a veces condicionan el tipo contractual, pero no se deben confundir con el tipo de contrato, que es un hecho jurídico diferente.

A veces el juez puede encontrarse con cláusulas que, sin ser literalmente de interés de demora, encubren otras, como puede suceder cuando se trata de cláusulas penales. Ello no impide que sean objeto de un enjuiciamiento por parte del Juez al amparo de la Ley 3/2004 (45).

Los criterios que establece el artículo 9.1 están pensados para cualquier cláusula, sea una cláusula negociada o una condición general. Sin embargo, el modo de proceder en el juicio de "abusividad" no puede ser totalmente idéntico. En un contrato individual negociado se parte, en principio, de una paridad contractual que no se da, de antemano, en los contratos con condiciones genera-

---

(43) Esta matización legal no aparece en los dos proyectos de ley.

(44) Op. cit., pp. 94-95.

(45) Sobre el particular, con carácter general, vid. VILLAGRASA ALCAIDE, *La deuda de intereses*, Barcelona, 2002, pp. 218 ss.

les. Aunque en ambos casos la Ley 3/2004 permite un control de contenido, ese control es distinto. El control previsto en la Ley 3/2004 debe tener necesariamente parámetros diferentes cuando se ejercita una acción de nulidad de una cláusula de morosidad negociada. El control de una condición general mediante las acciones de nulidad, de cesación o de retractación es más abstracto, en particular cuando se defienden intereses colectivos. La defensa de intereses colectivos de un sector determinado de empresarios requiere una valoración judicial más objetiva que cuando se juzgan intereses individuales que han sido objeto de negociación.

## IV. LA SANCIÓN DE LA LEY 3/2004: LA NULIDAD DE LAS CLÁUSULAS ABUSIVAS

El paralelismo de la Ley 3/2004 con la LGDCU es evidente al establecer la nulidad de las cláusulas de contenido abusivo en perjuicio del acreedor (46). Se trata de la misma nulidad —nulidad parcial— que la establecida para las cláusulas abusivas en las relaciones con consumidores. Es una opción entre las diversas instituciones que conoce el Derecho para combatir las cláusulas abusivas. Nuestro legislador siempre ha elegido la nulidad como institución para negar efectos a cláusulas que son abusivas (47). El debate que existe en torno a la nulidad en sede de las relaciones de consumo puede trasladarse al seno de esta Ley especial —tipo de nulidad, apreciabilidad de oficio (en particular cuando la "abusividad" de la cláusula tiene su causa en el abuso del poder contractual del deudor sobre el acreedor), plazo de la acción...—. Hay matices en la Ley que pueden condicionar un poco más el debate sobre la nulidad de las cláusulas abusivas *ex* artículo 9.1. A diferencia del artículo 10 bis.2 de la LGDCU no existe en el artículo 9.1 la precisión de que las cláusulas abusivas son nulas de pleno derecho. La sola calificación de su nulidad puede favorecer el planteamiento de aquellos que consideran que la nulidad de las cláusulas abusivas es relativa (nulidad relativa de pleno derecho). Aunque el artículo 9.2 se refiere de

(46) El Derecho italiano ha optado expresamente por la sanción de nulidad de la cláusula *"gravemente iniqua"* (artículo 7 del Decreto Legislativo de 9 de octubre de 2002). Específicamente sobre la nulidad, VENUTI, M.C., *Nullità della clausola e techniche di correzione del contratto. Profili della nuova disciplina dei ritardi di pagamento*, Milán, 2004. También PANDOLFINI, op. cit., pp. 75 y ss.

(47) No corresponde decidir al Derecho comunitario el tipo de ineficacia. Por eso, nada dice al respecto la Directiva 2000/35, que sólo exige que se combatan las cláusulas manifiestamente abusivas (apdos. 3, 4 y 5 del artículo 3). Cómo hay que luchar contra las cláusulas abusivas lo deciden los ordenamientos nacionales. En este sentido no es del todo correcta la afirmación del Consejo de Estado en su primer dictamen de que la nulidad como sanción de las cláusulas abusivas se declara en cumplimiento de la Directiva.

un modo muy general a las consecuencias que puede tener la nulidad de la cláusula en cuestión, difícilmente va a poder afectar a todo el contrato comercial. Lo que procederá en una relación comercial, tratándose de cláusulas de fecha de pago y de interés de demora, es la integración y, en su caso, la moderación del contrato en bien del buen clima de las relaciones comerciales.

Si la nulidad normalmente va a ser parcial —por efecto [48]— habría sido suficiente con que "no se dé por puesta o escrita" la cláusula que sea de contenido abusivo en perjuicio del acreedor. Esta es la fórmula por la que opta, por ejemplo, la Ley belga de 2 de agosto de 2002 concerniente a lucha contra el retraso en el pago de las transacciones comerciales, cuyo artículo 7 *in fine* establece: "*toute clause contraire aux dispositions du présent article est réputée non écrite*".

La nulidad que se predica es tanto para las cláusulas abusivas pactadas —artículo 9.1— como para las condiciones generales abusivas —artículo 9.3 [49]—. De este modo no hay duda de que la protección se extiende a cualquier empresario-acreedor —adherente o no—, como no podía ser de otro modo, teniendo en cuenta el mandato que contiene la Directiva 2000/35.

## V. INTEGRACIÓN Y MODERACIÓN JUDICIAL

La nulidad parcial supone una mutilación del contrato. La supresión de la cláusula por abusiva sobre el aplazamiento de pago o el interés de demora sería una solución excesivamente grave y antieconómica para los intereses del deudor. Para evitar una consecuencia tan negativa para la propia función del contrato, el legislador no sólo permite sino que obliga, conforme al artículo 9.2, al juez a integrar el contrato con arreglo a lo dispuesto en el artículo 1258

---

[48] Expresión de VENUTI, op. cit., pp. 47 y ss., en particular, pp. 92 y ss. Esta autora resalta las singularidades de esta nulidad parcial, que considera que es especial entre las nulidades parciales, sobre todo porque el poder de intervención del juez es distinto que cuando declara nula una cláusula por ser contraria a una norma imperativa.

[49] En el segundo proyecto de ley se mejora el texto del apartado 3. La denuncia de la defectuosa redacción —técnico-jurídica— por el Consejo de Estado en su primer dictamen parece que produjo efecto. Como se dice acertadamente en el dictamen, "la nulidad no debe predicarse de las condiciones generales de la contratación que contengan cláusulas abusivas, sino de las cláusulas abusivas contenidas en las condiciones generales de la contratación" (texto actual), o, mejor, de las condiciones generales que sean (cláusulas) abusivas.

del CC [50]. Se puede hablar de un mecanismo judicial sustitutivo-conservativo [51]. Pero además le concede, en el mismo precepto, facultades moderadoras respecto de los derechos y obligaciones de las partes y de las consecuencias de su ineficacia —parece que se refiere a las cláusulas nulas por ser abusivas y no al contrato en sí— [52]. La Ley se aparta del Primer Proyecto en cuanto suprime la aplicación supletoria de la normativa por parte del juez en caso de nulidad de la cláusula abusiva. Aunque a algún autor le ha parecido bien esta remisión a la Ley en el Primer Proyecto [53], el tener que aplicar con carácter supletorio las normas que regulan el aplazamiento de pago y el interés de demora vincula excesivamente al juez en su labor integradora y moderadora.

Integrar significa acudir a algo que no forma parte del contrato, pero que puede ser parte de él si queda integrado en él. Es como si un jardinero echa un mejor abono para que la planta brote de nuevo con fuerza. Es un poder que se concede en la Ley al juez. La autonomía privada es sustituida por la intervención del juez, quien puede integrar el contrato. Este poder expreso sólo tiene justificación si se quiere proteger a una de las partes del contrato. En el caso de la Ley, al empresario-acreedor. El poder de integración debe ser ejercido por el juez con apoyo en el artículo 1258 del CC, al que remite expresamente el artículo 9.2. No es una tarea fácil. En el marco de la Ley 3/2004, no se trata, sin más, de aplicar las normas reguladoras de la fecha de pago y del interés de

---

(50) Se suprime en el segundo proyecto de ley la segunda frase del apartado segundo del artículo 9, que decía: A estos efectos —para integrar el contrato—, el Juez que declare la nulidad de dichas cláusulas aplicará las previsiones supletorias de la presente Ley. La Ley ha optado por mantener la supresión de esta frase. Me parece acertada la solución del legislador. Reducir la integración del contrato a la aplicación de las previsiones supletorias de la Ley es una solución excesivamente simplista, ya que hay que tener en cuenta los intereses de los contratantes y el contrato en su conjunto para integrar el contrato, así como las reglas del mercado.

(51) Vid., en relación con el Derecho italiano, VENUTI, op. cit,. pp. 117 y ss. PANDOLFINI, habla de un poder equitativo-correctivo que se concede al juez en su labor de integración de cláusula *"gravemente iniqua"*, op. cit., p. 79.

(52) En el segundo proyecto se introduce la facultad moderadora a favor del juez. Lo había sugerido el Consejo de Estado en su primer dictamen, en el que se pidió que se reconsiderase la posibilidad de dotar al órgano judicial de un cierto margen de actuación, en línea con lo dispuesto en el artículo 3.3 de la Directiva 93/13 y en el artículo 10 bis.2 de la LGDCU. En lo que no estamos de acuerdo con el Consejo de Estado es en que el primer proyecto se aparta de la Directiva. El Derecho comunitario no puede penetrar en los sistemas judiciales diciendo cómo deben actuar los jueces. Corresponde a los sistemas nacionales decidir si un juez puede integrar y moderar el contenido de los contratos. Las potestades que otorga el artículo 10 bis.2 de la LGDCU suponen en el Derecho comparado de la UE un paso importante de cara a una mayor implicación de los tribunales en garantizar la justicia contractual. Y lo es también el artículo 9.2 de la Ley 3/2004.

(53) Así, ESTUPIÑÁN CÁCERES, op. cit., p. 1771.

demora, sustituyendo las cláusulas nulas por el derecho dispositivo, sino que, al mismo tiempo, debe tenerse en cuenta el resto del contenido del contrato, así como los intereses de las partes, incluso el funcionamiento del mercado. El juez debe hacer una labor de integración de modo que el nuevo contenido de la cláusula sea beneficioso para el acreedor pero también para el deudor, y que sea acorde con el mercado (54).

Moderar es una labor que se realiza a partir del contrato, es decir, el juez entra directamente en el contrato para moderar su contenido. Como un jardinero que con la tijera recorta la planta para que siga floreciendo con fuerza. La tarea del juez es, en este caso, probablemente más difícil. Sin embargo, tratándose de cláusulas de fecha de pago o de interés de demora, será para el juez más fácil moderar que integrar el contrato. Reducir el plazo o reducir el interés de demora o ambas cláusulas o, a la inversa, ampliar el plazo o aumentar el interés de demora o ambas cláusulas, es probablemente una tarea judicial más grata.

Con la moderación se puede resolver en determinados casos un problema que hemos apuntado más arriba. El control de las cláusulas abusivas queda limitado, en principio, a las cláusulas de fecha de pago y de interés de demora. Es fácil que estas cláusulas estén vinculadas a otras que no serán objeto de control material salvo que se recurra a los artículos 1255 y 1258 del CC. Pero al margen de estos problemas de control material, la facultad moderadora que se le concede al juez le permite entrar en la "abusividad" de las cláusulas al amparo de la cláusula general *ex* artículo 9 para equilibrar el contrato, para lo cual es necesario que en algún caso tenga que retocar alguna otra cláusula vinculada a la de fecha de pago o de interés de demora.

## VI. LA DEFENSA INDIVIDUAL Y COLECTIVA DE LOS ACREEDORES

Por primera vez nuestro ordenamiento jurídico admite la defensa colectiva de los empresarios ante cláusulas abusivas, si bien esta defensa colectiva queda reducida a las cláusulas sujetas a la Ley 3/2004. Para ello toma como ejemplo la LCGC, que dedica un articulado específico a la defensa de los intereses colectivos de los consumidores (55). Nuevamente encontramos una cierta similitud entre la protección de los empresarios y de los consumidores que se encuentran con cláusulas abusivas. En la Directiva 2000/35 se insta, en el artículo 3.4, a los

(54) Para profundizar sobre este tema pueden ser de interés las aportaciones de VENUTI, op. cit., pp. 117 y ss.

(55) El artículo 16 de la LCGC podría haber sido el lugar para ubicar la defensa colectiva de los empresarios. Pero seguramente el legislador quería ofrecer una ley completa en la que no podía faltar la protección de los intereses colectivos.

Estados miembros a que dispongan en sus ordenamientos nacionales de medios adecuados y efectivos para evitar que sigan aplicándose cláusulas que resulten manifiestamente abusivas. En el apartado siguiente, en el mismo sentido, se exige que pongan los medios adecuados para que las entidades oficialmente reconocidas como representantes de las pequeñas o medianas empresas o que tengan interés legítimo en representarlas puedan ejercitar las acciones que con arreglo a la legislación nacional proceda ante los tribunales o los órganos administrativos competentes para que éstos resuelvan si las cláusulas contractuales redactadas para uso general resultan manifiestamente abusivas. El artículo 3.5 se refiere claramente a las condiciones generales. Y los medios más adecuados en nuestra legislación para combatir las cláusulas abusivas son las acciones colectivas de cesación y de retractación. Aunque siempre está la acción de nulidad para los conflictos individuales. Nuestra Ley sobre la morosidad en las operaciones comerciales cumple con perfección este mandato comunitario para la protección de los intereses colectivos. Y lo hace con apoyo en la LCGC. Esto es importante, puesto que el artículo 9.4 sólo determina quién está legitimado para el ejercicio de las acciones colectivas. También contempla la personación de cualquiera de los legitimados en los procesos instados por otros legitimados [(56)]. En todo lo demás es de aplicación la LCGC.

La Ley 3/2004 no hace distinciones en cuanto a la dimensión de las empresas, lo cual debemos considerar acertado. La Directiva 2000/35, por el contrario, parece pensar sólo en las pequeñas y medianas empresas según se deriva del artículo 3.5. Ello no deja de ser incongruente con la definición de la empresa que formula el artículo 2. La Ley 3/2004 afortunadamente protege a cualquier empresa, sea grande, mediana o pequeña.

Están legitimadas para el ejercicio de las acciones de cesación y de retractación, de acuerdo con el artículo 9.4: a) las asociaciones, federaciones de asociaciones y corporaciones de empresarios, profesionales y agricultores que estatutariamente tengan encomendada la defensa de los intereses de sus miembros; b) las cámaras oficiales de comercio, industria y navegación, y c) los colegios profesionales legalmente constituidos.

## VII. CUESTIONES DE COMPETENCIA JUDICIAL

El artículo 86 ter de la LOPJ, introducido por la Ley Orgánica 8/2003, de 9 de julio, para la Reforma Concursal, establece en el apartado 2, letra d), que los juzgados de lo mercantil conocerán de las acciones relativas a condiciones generales de la contratación en los casos previstos en la legislación sobre esta

(56) A la personación procesal se refería el primer proyecto de ley; no así el segundo.

materia [57]. La legislación principal la constituye la LCGC, por lo que la mayor parte de las acciones relativas a condiciones generales debe referirse a relaciones con consumidores. El artículo 86 ter plantea la duda de si los juzgados de lo mercantil son competentes para conocer sólo de las acciones colectivas o también de las acciones individuales de no incorporación o de nulidad de condiciones generales [58]. Parece claro que el artículo 86 ter no permite que los juzgados de lo mercantil puedan examinar cláusulas negociadas en las relaciones con consumidores y tampoco entre empresarios. Tampoco son competentes para pronunciarse sobre las cláusulas individuales no negociadas.

Estas cuestiones se pueden plantear igualmente cuando se trata de juzgar las cláusulas que están sometidas a la Ley 3/2004. Con el artículo 86 ter se van a producir situaciones procesales que no son deseables. A veces no es bueno para la imagen de la justicia que distintos tribunales por razón de la materia se pronuncien sobre una misma ley. Desde luego, en el marco de la Ley 3/2004, queda patente que no es el mejor camino que las cláusulas pactadas y las cláusulas individuales no negociadas las conozcan los tribunales civiles, y que las condiciones generales sean examinadas por los juzgados de lo mercantil.

---

[57] Con carácter general, vid. BANACLOCHE PALAO, Julio, *Los Juzgados de lo Mercantil: régimen jurídico y problemas procesales que plantea su actual regulación*, Madrid, 2005, p. 143 y pp. 153 y ss. (donde se examinan problemas que se pueden plantear en relación con materias no concursales).

[58] A favor de extender la competencia a las acciones de nulidad y de incorporación *ex* artículo 9 de la LCGC se han pronunciado los Jueces en el Primer encuentro de jueces especialistas en lo mercantil, Valencia, 9 y 10 de diciembre de 2004, cuyas conclusiones vienen recogidas en el *Boletín de Actualidad de Derecho civil* publicado el 14 de febrero de 2005.

# BASES Y DIRECTRICES PARA LA REGULACIÓN DEL FACTORING EN LA REPÚBLICA ARGENTINA

HÉCTOR ALEGRÍA y CARLOS A. MOLINA SANDOVAL

## SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.
II. LA UTILIZACIÓN DE LA FIGURA EN EL MUNDO.
III. CARACTERIZACIÓN.

**1. Algunas proyecciones doctrinarias.**
**2. La definición proyectada.**
**3. Denominación legal.**
**4. Contenido elemental.**
**5. Partes.**
**6. Funciones.**
**7. Previsiones del contrato.**

IV. CARTERA DE CRÉDITOS.
V. GIRO COMERCIAL.
VI. ALTERNATIVAS DE DURACIÓN DEL CONTRATO.

**1. Pautas.**
**2. Plazo o monto máximo.**

VII. CRÉDITOS CEDIDOS.

1. **Terceras personas.**
2. **Tipo de créditos.**

VIII. CESIÓN DE CRÉDITOS PROHIBIDA.

1. **Convención de Unidroit.**
2. **Dinámica circulatoria del crédito.**
3. **Responsabilidad del proveedor.**
4. **Cuantificación del daño.**
5. **Necesidad de inscripción.**

IX. GARANTÍAS.
X. CONTENIDO DEL CONTRATO.
XI. FACTOR.
XII. DISEÑO DEL CONTRATO.
XIII. OBLIGACIONES DEL FACTOR.

1. **Asistencia técnica.**
2. **Pago de los créditos.**
3. **Administración de la cartera de créditos.**
4. **Confidencialidad.**
5. **No afectación del vínculo con el proveedor.**

XIV. RENDICIÓN DE CUENTAS.

1. **Principios.**
2. **Regulación proyectada.**
3. **Naturaleza.**
4. **Régimen supletorio.**
5. **Plazo.**
6. **Lugar de rendición de cuentas.**
7. **Forma.**

XV. OBLIGACIONES DEL PROVEEDOR.

1. **Información sobre los créditos.**
2. **Efectividad de la cobranza.**

3. **Importes recibidos.**
4. **Otras obligaciones.**

XVI. CONDICIONES CONTRACTUALES.
XVII. EXTINCIÓN DEL CONTRATO.
XVIII. FORMA.
XIX. OPONIBILIDAD FRENTE A TERCEROS.

1. **Regla general.**
2. **Excepciones.**
3. **Créditos futuros.**

XX. INSCRIPCIÓN DEL CONTRATO.

1. **Terceros con interés legítimo.**
2. **Plazo.**
3. **Lugar de registración.**

XXI. EFECTOS DE LA INSCRIPCIÓN.
XXII. CONOCIMIENTO DE LA CESIÓN DEL CRÉDITO.

1. **Efectos.**
2. **Mala fe.**
3. **Alternativas.**
4. **Conocimiento anterior.**

XXIII. DERECHOS DEL FACTOR Y DEL DEUDOR CEDIDO.
XXIV. DISPOSICIONES PENALES.
XXV. REMISIÓN DE LOS IMPORTES RECIBIDOS.
XXVI. DISPOSICIONES CONCURSALES.
XXVII. VÍA EJECUTIVA.

1. **Recaudos necesarios.**
2. **Competencia.**

XXVIII. ANEXO LEGISLATIVO: ANTEPROYECTO DE LEY DE CONTRATO DE "FACTORING" REDACTADO POR LOS DOCTORES HÉCTOR ALEGRÍA Y CARLOS A. MOLINA SANDOVAL.

## I. INTRODUCCIÓN

Uno de los problemas que suelen presentar las empresas está vinculado con la financiación. Esta (en sus diversas modalidades) es hoy, quizás, una de las necesidades más importantes de la empresa moderna.

Entre las formas clásicas de financiación pueden vislumbrarse dos esquemas básicos: la financiación "bancaria" mediante mutuos o préstamos dinerarios que tienen en cuenta la consistencia patrimonial de la empresa, y la financiación en el "mercado de valores", a través de la emisión de diversos títulos (capital o deuda), en el que los inversores (en sentido genérico) otorgan crédito con base en criterios similares.

La esencia del contrato de factoring apunta justamente a una forma de financiación alternativa a las existentes, que ha nacido del diseño y creatividad de los operadores económicos y por una arraigada costumbre en algunas tradiciones empresarias.

La difusión del contrato en la República Argentina es aún hoy reducida (si se tiene en cuenta la propia potencialidad del factoring y su comparación con la utilización en otros sistemas, v. gr. Brasil). Ello se debe en gran parte a una falta de conocimiento de su concreto funcionamiento y, por supuesto, de sus beneficios evidentes como alternativa de financiamiento y garantía.

La figura proyectada no presenta desventajas comparativas con ciertas formas financieras con garantías reales. Pero la mayoría del empresariado local desconoce cuáles son las verdaderas ventajas que esta forma contractual produce respecto de los estados contables y en los denominados riesgos empresarios, perjudicando de esa forma la utilización productiva de la figura.

A ello se suma la "atipicidad" en que hoy está sumergido el contrato, lo que produce que aún en estos tiempos muchos asesores jurídicos y económicos no hayan profundizado los esquemas básicos del funcionamiento del factoring. Estos dos factores no hacen más que acentuar una falta de raigambre cultural y no permiten la explotación de las reales posibilidades de este contrato.

## II. LA UTILIZACIÓN DE LA FIGURA EN EL MUNDO

De acuerdo al último informe del *Factors Chain International* la utilización del factoring va en franco aumento.

Según información actualizada a principios del año 2005 en el continente americano, la utilización del factoring sitúa a la República Argentina entre los países con menor movimiento económico de este contrato. En efecto, y toman-

do montos globales, en EE.UU. los montos involucrados han ascendido a la suma de 77.050 millones de euros, en Brasil a 15.500 millones de euros, en Chile y México por montos de entre 4.000 y 4.500 millones de euros. En la República Argentina los montos son inferiores a Panamá, Costa Rica y Cuba, pues el número involucrado es de apenas 101 millones de euros.

En Europa la utilización del factoring fue significativa, ya que el volumen total negociado fue de 612.504 millones de euros, distribuidos entre 563.046 millones en factorings domésticos y 49.458 millones de euros en contratos internacionales.

Sólo a título ilustrativo, se puede decir que sólo en Reino Unido se negociaron 184.520 millones de euros en contratos de factoring. Asimismo, en Bélgica se incrementó en 13.500 millones, en Francia 81.600 millones, en Alemania 45.00 millones, Italia 121.000 millones y España 45.376 millones de euros.

En orden de continuar con las comparaciones, cabe señalar que, en Asia, Japón y China manejan montos de 72.535 y 4.315 millones de euros, respectivamente, y Taiwán 23.000 millones de euros.

Esta información puede consultarse en las bases de datos de la *Factor Chain International*.

## III. CARACTERIZACIÓN

### 1. Algunas proyecciones doctrinarias

Muchos textos han definido al contrato de factoring y —debido a las diversas modalidades existentes en la práctica— no todas responden a criterios uniformes.

Como ejemplo de ellos, y entre las muchísimas definiciones que se han arriesgado, se ha dicho que es la de ser un contrato por el cual un empresario transmite los créditos comerciales de los que es titular frente a su clientela a otro empresario especializado (la sociedad de factoring), que se compromete a cambio a prestar una serie de servicios respecto de los mismos. En concreto, los servicios prestados por la entidad de factoring pueden reducirse básicamente a tres categorías distintas que no siempre se presentan en la misma medida y que pueden ser objeto de combinaciones diversas en relación a cada crédito: puede así hablarse —de acuerdo con una clasificación tradicional y consagrada— de una función administrativa o de gestión, de una función de garantía y de una función de financiación (GARCÍA DE ENTERRÍA, 1996).

También se ha dicho que es un contrato mercantil atípico, consensual y sinalagmático, mediante el cual una de las partes entrega a la otra, denominada

factor, toda su documentación de cobro, para que éste lo gestione, bien anticipando su importe, menos el descuento convenido, o limitándose a su gestión estricta de percibir los importes devengados por terceros; pudiendo realizar el factor otros servicios complementarios (BELTRÁN ALANDETE, 1996).

### 2. La definición proyectada

Por nuestra parte, hemos considerado prudente definir el contrato de factoring, asumiendo los riesgos que toda definición trae implícita, en el entendimiento de que la figura no tiene aún la madurez jurídica para que una costumbre uniforme y arraigada pueda suplir su prescindencia.

En este sentido, se ha considerado conveniente entender al contrato de factoring como aquél en virtud del cual el proveedor (cedente) cede o se obliga a ceder al factor (cesionario) una cartera de créditos determinables (existentes o futuros) con terceras personas (deudores cedidos) originados en su giro comercial ya sea con anterioridad a la fecha del contrato o durante un tiempo posterior expresamente convenido, asumiendo el factor la cobranza de los créditos cedidos, contra una comisión o contraprestación pactada (art. 1).

### 3. Denominación legal

Se ha respetado el *nomen juris* vigente en la actualidad en la mayoría de los ordenamientos del Derecho comparado (no sólo en la vertiente sajona, sino también en los de raigambre continental europea).

Su equivalente hispano (“factoraje”) ha producido equívocos por estar vinculado a ciertas formas decimonónicas de ejercer el comercio, y por ello no se considera conveniente modificar su denominación.

La denominación propuesta (al igual que otros contratos de vertientes similares, v. gr. leasing) no tiene una traducción lo suficientemente legítima y clara para no trasladar equívocos a la figura.

### 4. Contenido elemental

El factoring no requiere de una previsión legal que explicite su contenido, pues las partes son libres de asignar el contenido que estimen conveniente a sus intereses. De todas formas, si el contrato no respeta ciertos elementos esenciales propuestos no tendrá las ventajas y limitaciones previstos en el esquema legal propuesto, sino que se someterá a las reglas generales de los contratos atípicos y específicamente de la cesión de créditos (art. 18, párr. 1.º).

## 5. Partes

En el contrato propuesto intervienen sólo dos partes, aun cuando existen ciertos terceros (deudor cedido, acreedores de las partes, etc.) que puedan tener interés especial en la cesión.

El contrato queda concluido cuando el proveedor o cedente (que es el titular de una cartera de créditos comerciales y que los transferirá en virtud del factoring) se obliga a ceder créditos comerciales (existentes, eventuales o futuros) con terceras personas asumiendo el factor (o cesionario) la cobranza de dichos créditos y la financiación de aquellos no exigibles.

## 6. Funciones

Pese a que doctrinariamente se ha objetado como función específica la gestión o cobranza de los créditos cedidos, creemos que esta función está implícita en toda cesión crediticia. No se concibe una cesión que no conlleve en forma tácita la delegación de la cobranza del crédito cedido. El contrato de factoring consiste en una cesión de ciertos créditos estructurados contractualmente, eventualmente con elementos de garantía y financiación.

La financiación (de la deuda en mora o que aún no ha vencido) también integra el espectro tipificante del contrato, ya que la definición propuesta expresamente impone la financiación. Sin financiación, no habría —en principio— contrato de factoring, sino una mera delegación de cobro (contrato de cobranza).

Como puede verse, en nuestra propuesta legal el contrato de factoring incluye necesariamente las funciones de gestión y financiación, aunque no necesariamente la de garantía.

Si bien la mayoría de los autores señalan que no se concibe el factoring en que el factor no asume el riesgo de insolvencia del deudor cedido (garantía), hemos preferido —teniendo como referencia la práctica bancaria uniforme— no tipificar en forma imperativa la función de garantía, sino mantenerla como un elemento natural del contrato. En efecto, está implícito que el factor asume los riesgos de insolvencia de los deudores cedidos, salvo que las partes (factor y proveedor) opten por establecer una solución distinta. Si las partes nada señalan en el contrato, la ley presume que el factor asume el riesgo de incobrabilidad del crédito cedido.

Así, el art. 1, inc. 2, señala que el contrato puede prever que el factor asuma el riesgo de incobrabilidad de los créditos cedidos y que esta cláusula se entiende implícita en caso de silencio del contrato. Además se admite expresamente que el factor pueda asumir parcialmente el riesgo de incobrabilidad.

De esta manera, se permite a los factores (que son quienes otorgan crédito y financian a las empresas) que puedan incorporar como responsables por el pago de los créditos cedidos a los proveedores, lo que —naturalmente— amplía las posibilidades de utilización de esta variante contractual.

Cabe aclarar que el posicionamiento financiero de la empresa proveedora será diferente según el factor asuma la función de garantía. Ello es así porque, si el proveedor no se libera de su responsabilidad por las facturas y créditos cedidos, deberá mantener una registración contable vinculada con la posibilidad de acción de repetición por parte del factor (que naturalmente mantendrá comprometido su posicionamiento financiero). Distinta es la cuestión si el proveedor no responde por la insolvencia de los deudores cedidos, porque en este caso la deuda cedida no debe ser incluida (paralelamente) en el pasivo corriente de la empresa.

## 7. Previsiones del contrato

Asimismo, en el art. 1 se han incorporado algunas disposiciones que ratifican lo expuesto. En este sentido, el contrato puede prever ciertas previsiones necesarias en el diseño del negocio.

i) Financiación.

Así, el factoring puede prever la financiación por el factor al proveedor mediante préstamos o anticipos de pagos (ratificando la idea de su función de financiación).

ii) Riesgo de incobrabilidad.

Que el factor asuma el riesgo de incobrabilidad de los créditos cedidos. Esta cláusula se entiende implícita en caso de silencio del contrato. El factor puede asumir parcialmente el riesgo de incobrabilidad. En este entendimiento, se ha considerado prudente aclarar que la función de garantía puede no ser total, sino parcial. De esta manera, y pese a que ello surge implícito de la autonomía de la voluntad (art. 1197 del Código Civil), se flexibiliza el contrato permitiendo que las partes diseñen el esquema de financiación (y de garantía) conveniente a sus intereses.

Es claro que, si el factor asume el riesgo de incobrabilidad, mayor será la comisión pactada. La comisión tiene una relación directa con las funciones de gestión, garantía y financiación.

iii) Monto máximo.

El contrato de factoring, asimismo, puede prever la determinación de una suma como monto máximo de la cartera cedida o a ceder. En este sentido, las partes pueden acordar:

a) que el monto se mantenga durante el plazo que se determine, con la modalidad de ser renovable en el caso de que las operaciones lleven a su disminución.

En caso de cesión de créditos futuros, el Banco Central de la República Argentina determinará el monto máximo permitido. Sin perjuicio de la duración del contrato de factoring acordada por las partes, en ningún caso se podrá pactar la cesión de créditos futuros por un plazo superior a dos años;

b) que en relación a los créditos futuros el contrato comprende los créditos del proveedor contra determinadas personas u originados en determinado tipo de contrato o contratos.

La cláusula del contrato de factoring según la cual se ceden créditos futuros transferirá los créditos al factor en el momento en que nacen, sin necesidad de un nuevo acto de transferencia, siempre que se hayan cumplido los requisitos de forma e inscripción.

En este punto, el proyecto propuesto diferencia entre el factoring de créditos actuales y el de créditos futuros, teniendo especial cuidado en la limitación de este último, por los inconvenientes que puede generar una indiscriminada equiparación.

Por ello, en el factoring de créditos futuros será el BCRA, como autoridad de contralor, quien deberá determinar el monto máximo permitido. Paralelamente, e independientemente de la duración del vínculo contractual (que puede durar más de dos años —v. gr., la ejecución judicial de facturas puede insumir un tiempo mayor a dos años—), siguiendo el ejemplo de legislaciones comparadas se ha considerado conveniente limitar la cesión de flujo de fondos o créditos futuros por dos años, independientemente de que las partes podrán —eventualmente— celebrar un nuevo convenio en sentido similar.

Igualmente, se podrán limitar los créditos futuros que existan respecto de ciertos deudores cedidos según criterios de clasificación que las partes pueden libremente acordar.

## IV. CARTERA DE CRÉDITOS

La propuesta legal (art. 1) alude a cartera de créditos determinables (existentes o futuros) originados en su giro comercial durante un plazo o por una

suma determinada (ya sea con anterioridad a la fecha del contrato o durante un tiempo expresamente convenido, dice el precepto). Para evitar inconvenientes interpretativos dicha afirmación luce ratificada en el art. 2, al regular el objeto del contrato de factoring.

Como no existe una definición jurídica de "cartera de créditos" será la práctica comercial y bancaria la que impondrá las características que debe reunir tal cartera. Eventualmente, el organismo que ejerza la superintendencia bancaria (Banco Central de la República Argentina en nuestro caso) podrá regular algunos aspectos vinculados con los requisitos y demás condiciones que debe tener un conjunto de créditos de esta naturaleza.

De todas formas, queda claro que es inteligencia de la ley que dicha cartera no puede consistir en un sólo crédito (art. 2, 2.º párr.). Ello así para evitar que los factores se favorezcan con los beneficios del contrato de factoring desconfigurando la verdadera naturaleza del contrato. Si se trata de un sólo crédito, no será un factoring sino una cesión de crédito (art. 18, 2.º párr.).

Debe tratarse de créditos "determinables" (esto es, susceptibles de determinación). Por ello, se permite que los créditos que aún no han nacido (créditos futuros) puedan ser objeto del contrato de factoring [art. 1, inc. 3, sub. a) y b), y parte final], siempre que se incluyan los requisitos o condiciones adecuados para poder incluirlos dentro de una determinada categoría [art. 5, inc. b)].

De todas formas, la determinabilidad del crédito es elemental para la validez del contrato. Un contrato en el cual el crédito no sea determinable no sólo no será un contrato de factoring (art. 18, 2.º párr.), sino que también será "inválido" como contrato de cesión de créditos (por falta de determinación del objeto del contrato).

Si bien la aclaración de la posibilidad de ceder créditos futuros no era necesaria (pues en ausencia de previsión en contrario —art. 18, 1.º párr.— se aplican las disposiciones del contrato de cesión de créditos —art. 1447 del Código Civil—), se ha considerado prudente evitar toda discusión al respecto, incorporando expresamente su factibilidad.

Además, dicha disposición se ha complementado con el art. 1, *in fine*, que ha previsto expresamente cuándo opera efectivamente la cesión y la ausencia de la necesidad de celebrar un nuevo contrato de factoring. Así, señala la norma propuesta: "La cláusula del contrato de factoring según la cual se ceden créditos futuros, transferirá los créditos al factor en el momento en que nacen, sin necesidad de un nuevo acto de transferencia".

Esta previsión ha sido tomada del art. 5 inc. b), Convención de Unidroit sobre Factoring Internacional (en versión de la traducción no oficial autorizada por la Secretaría del Unidroit del año 1996), que establece que una cláusula del contrato de factoring según la cual se ceden créditos futuros transferirá los

créditos al cesionario en el momento en que nacen, sin necesidad de un nuevo acto de transferencia (adicionando la exigencia de inscripción que hace coherente una interpretación integral del proyecto en cuestión).

De otro costado, y para contrarrestar algunos de los efectos de la insolvencia del proveedor, se ha previsto en el art. 15 la posibilidad de que el factor continúe el contrato de factoring (aun cuando incluya créditos futuros y su potencial coordinación con las normas de los arts. 16 y 109, Ley 24.522 de Concursos y Quiebras), teniendo en claro una orientación que procura lograr una consistencia sistémica con el ordenamiento concursal.

## V. GIRO COMERCIAL

La ley exige que los créditos hayan sido originados en su giro comercial. Esta extensión, sin embargo, debe entenderse en un sentido amplio y no produciendo restricciones innecesarias a la utilización del contrato de factoring por excesivos ritualismos innecesarios.

Es claro que, de conformidad al sistema propuesto, el contrato que no tenga por objeto una cartera de créditos que integre el giro comercial no será factoring y por ello no podrá gozar de ciertos beneficios (art. 18, 2.º párr.), aun cuando le será aplicable el régimen de la cesión de créditos y las disposiciones pactadas por las partes, y en muchos supuestos el régimen no diferirá del natural y corriente.

En caso de duda de si un crédito se ha originado o no al giro comercial de la empresa, cabe estar por la solución que lo permita y con la viabilidad del factoring. Ello no sólo por aplicación del principio de conservación del contrato, sino porque la buena fe se presume (y si las partes manifiestan que es un crédito comercial cabe presumir la veracidad de sus dichos).

De todas formas, los terceros (también de buena fe) podrán utilizar las vías legales previstas en el sistema jurídico para desvirtuar tal inserción contractual y que dicho factoring no le sea oponible (art. 13).

## VI. ALTERNATIVAS DE DURACIÓN DEL CONTRATO

### 1. Pautas

La definición propuesta también exige una limitación para los créditos cedidos, ya que el factoring podrá incluir los créditos con terceras personas originados durante un tiempo expresamente convenido o hasta una suma determinada: ya sea con anterioridad a la fecha del contrato o durante un lapso posterior, dice el art. 1.

De esta manera, también se le da cierta determinación al contrato. Además se evita que dicha cesión sea de todos los créditos y pueda correr riesgos de ser asimilada a las discutidas cesiones universales.

Igualmente, y pese a que el proyecto no lo ha previsto, es posible que se establezcan otros parámetros de limitación. En efecto, podrá pactarse que el contrato de factoring incluirá todos los créditos con determinadas personas o de determinada naturaleza. No obstante ello, y en virtud de la disposición legal, deberá señalar un plazo de duración o monto.

Nada empece a que se establezcan ambas limitaciones en forma conjunta. Así, el contrato podrá válidamente establecer que se celebra por un determinado plazo o por un cierto monto (el que ocurra antes).

### 2. Plazo o monto máximo

Se ha considerado prudente incluir una previsión especial respecto de la limitación en cuanto al plazo o monto que pueda pactarse para la duración del contrato de factoring de créditos futuros, ya que existen razones o valores que justifican tal limitación. Por ello, las partes son libres de pactar la extensión que estimen conveniente a sus intereses, respetando los parámetros fijados por la autoridad de contralor.

Estas limitaciones sólo rigen en los créditos futuros, pero no en el factoring de créditos originados con anterioridad al contrato de factoring. Entiéndase bien: en un factoring sobre créditos ya devengados no podrá pactarse un plazo durante el cual ocurrirá la originación de los créditos (porque éste ya ha ocurrido). Igualmente, no parece prudente establecer un monto determinado, salvo que dicha limitación sea establecida por el BCRA con miras a mantener la solvencia o liquidez de las entidades financieras que puedan actuar como factores.

Distinta es la situación de los créditos futuros, donde los valores en juego son distintos. Por ello, en este caso, el BCRA podrá determinar el monto máximo permitido; en cuanto al tiempo, la ley proyectada es clara en limitarlo sólo a dos años (plazo durante el cual se cederá el flujo de fondos).

## VII. CRÉDITOS CEDIDOS

### 1. Terceras personas

El proyecto señala que el crédito cedido tiene que ser de “terceras personas” (deudores cedidos). Ello es evidente, pues no puede cederse un crédito que

se tenga con el factor, pues en este caso se produciría, según las particularidades del caso, la extinción del crédito por compensación o confusión, en forma previa o por causa de la cesión crediticia.

Con respecto a los créditos de terceras personas integrantes de un mismo conjunto económico, no es de una adecuada técnica jurídica que sea la legislación de factoring (o de los contratos) la que regule el problema, sino que dichas previsiones deberán incluirse en los ordenamientos societarios, concursales o competitivos.

### 2. Tipo de créditos

El proyecto no incluye limitaciones en cuanto a los créditos que pueden ser cedidos. El art. 2 propone una amplia libertad y por ello "todo crédito puede ser cedido".

Esta expresión hubiera sido suficiente a los efectos teóricos. Pero la práctica del derecho impone, pese a no ser imprescindibles, efectuar aclaraciones a veces convenientes.

En este sentido, la norma permite que se incluyan créditos exigibles o a plazo, futuros, condicionales, eventuales, aleatorios y litigiosos, evitando toda controversia al respecto. Los únicos límites que no están previstos en la norma proyectada están comprendidos en el sistema jurídico en su conjunto, que en ciertas situaciones prohíbe las cesiones (art. 18).

En estos supuestos, deberá el operador jurídico tomar las previsiones exigidas con relación a la forma exigida para que opere la cesión de los créditos (art. 11).

Igualmente se ha incluido la prohibición de derechos inherentes a la persona humana (art. 2, párr. 1.º, *"in fine"*), tal cual lo dispone expresamente el art. 1445 del Código Civil.

## VIII. CESIÓN DE CRÉDITOS PROHIBIDA

El art. 3 ha receptado algunos fragmentos de la Convención de Unidroit, teniendo en cuenta la diferente finalidad regulatoria de ambos textos legales, ya que la Convención de Unidroit regula el factoring internacional y fija criterios aplicativos para el factoring con elementos extranjeros.

### 1. Convención de Unidroit

De todas formas, y al efecto de cotejar ambas normas, el artículo 6 de la Convención citada señala que:

i) La cesión de un crédito por el proveedor al cesionario surtirá efectos no obstante cualquier acuerdo entre el proveedor y el deudor que prohíba tal cesión;

ii) Sin embargo, esa cesión no surtirá efectos contra el deudor cuando, en el momento de la celebración del contrato de compraventa de mercaderías, el deudor tenga su establecimiento en un Estado contratante que haya hecho una declaración con arreglo al artículo 18 de la Convención;

iii) Las disposiciones del párrafo 1 no afectarán cualquier obligación de buena fe que rija para el proveedor frente al deudor o cualquier responsabilidad que tenga el proveedor frente al deudor respecto a una cesión hecha en contravención a los términos del contrato de compraventa de mercaderías.

### 2. Dinámica circulatoria del crédito

En este sentido, el art. 3 es permisivo a los efectos de la cesión del crédito aun en caso de que ésta haya sido prohibida por acuerdo entre partes, siempre que se trate de un factoring y no de otro tipo contractual.

La inteligencia proyectada es procurar la facilitación en la transmisión de los créditos mediante el factoring; y mediante ello permitir la cesión de un crédito al factor a pesar de que las partes (proveedor y deudor cedido) hayan pactado lo contrario, sin que dicha cesión pueda ser juzgada como un acto nulo o prohibido.

Si se tratare de un crédito futuro (o no existente al momento de la suscripción del contrato de factoring) será suficiente la inscripción del contrato de factoring y su noticia por escrito en la factura o instrumento cedido.

### 3. Responsabilidad del proveedor

Sin embargo, la cesión hecha en contravención a los términos del crédito cedido no libera al proveedor de la responsabilidad que tenga por los efectos de ese incumplimiento.

### 4. Cuantificación del daño

De todas formas, en caso de celebración de un contrato de factoring pese a la prohibición contractual de cesión crediticia parece difícil la cuantificación del daño, ya que rara vez se producirá un daño por tener que cumplir una obligación comercial con un acreedor diferente.

Son pocos los daños que podrían irrogarse por tal proceder. Quizás algún daño podría vincularse con un actuar imprudente por parte del factor (v. gr.

petición de quiebra, inclusión abusiva en registros de morosos, excepciones que legalmente podrían haberse incoado legítimamente en contra del cedente, etc.). Siempre deberá buscarse el nexo adecuado de causalidad entre el daño generado y el quebrantamiento de la obligación de no ceder el crédito.

### 5. Necesidad de inscripción

Es claro que para eludir dicha prohibición debe tratarse de un contrato inscripto (art. 13), ya que de lo contrario no tendría el tratamiento de factoring, sino de cesión de créditos (art. 18, párr. 1.º). Y por ello esta posibilidad de cesión prohibida no estaría permitida.

## IX. GARANTÍAS

Un tema relevante se vincula con las garantías que acceden a los créditos cedidos. Es claro que, de conformidad con nuestro ordenamiento jurídico, habría sido suficiente con guardar silencio al respecto, pues el art. 18 del proyecto remite a la regulación de la cesión de créditos. Y por ello, el art. 1459 del Código Civil tiene plena aplicación, ya que señala que la cesión comprende no sólo fuerza ejecutiva del título, sino también todos los derechos accesorios, hipoteca, intereses vencidos y privilegios que no sean meramente personales del crédito.

Para evitar cualquier inconveniente (y teniendo en cuenta la posibilidad de interpretación jurídica que señale que lo accesorio no continúa en lo principal cuando hay cambio de acreedor) hemos creído conveniente incorporar una previsión expresa en el sentido de que el factoring incluye la transferencia de "todos" los derechos que tenía el proveedor en contra del deudor cedido, sin que sea necesaria la conformidad del deudor cedido.

El término empleado "todos" ha sido intencional a los efectos de dejar en claro que "todo lo que tenía" el proveedor lo tiene, después del contrato, el factor.

Por ello, la cesión realizada mediante factoring incluye la posibilidad de ejecución, los intereses adeudados, garantías (fianza, hipoteca, prenda, etc.) e incluso —implícitamente— las eventuales cláusulas de "reserva de dominio", lo que ha sido muy discutido en el derecho comparado y que la Convención de Unidroit se ha encargado de aclarar.

Además, se ha dejado constancia de que para dicha transferencia no será necesaria la conformidad del deudor cedido. Ello así aun en caso de pacto en

contrario de las partes, pues aquí nuevamente se propicia la libertad en la circulación de los créditos.

Así lo señala expresamente el art. 4 proyectado: "La transmisión de un crédito en virtud del contrato de factoring comprende —sin necesidad de estipulación especial y sin perjuicio de convención en contrario— la fuerza ejecutiva del título, si la tuviere y los derechos accesorios, garantías y privilegios del crédito que no fueren meramente personales, en los términos del artículo 1458 del Código Civil. En caso que la transmisión del crédito, sus garantías o preferencias requieran de un acto posterior en razón de su naturaleza, incluida su inscripción registral, el factor queda autorizado para ejecutar o rogar el acto necesario, bastando para ello la copia del contrato que haya cumplido las formalidades del artículo 11 y la inscripción del artículo 13".

Además, y para brindar una mayor fluidez a las relaciones negociales, la parte final del mentado precepto ha incluido la legitimación del factor para realizar todos los actos posteriores necesarios para garantizar la correcta efectividad de la transmisión de garantías y derechos. Por tanto, el factor estará legitimado registralmente por el principio de rogación. Ello evita ciertos inconvenientes originados en otros actos de transferencia en el que no queda muy claro quién está legitimado para concluir con los actos necesarios para registrar o garantizar la efectiva transferencia operada.

## X. CONTENIDO DEL CONTRATO

El proyecto ha optado por regular concretamente el contenido esencial que debe tener el contrato de factoring (art. 5). El principio del art. 1197 del Código Civil vigente en este tipo contractual resulta aplicable y las partes son libres de reglar el contenido de la convención.

De todas formas, existen ciertos elementos que se ha considerado prudente incluir para evitar los inconvenientes que la interpretación ulterior del contrato puede traer aparejado. Por ello, se exige (bajo pena de inaplicabilidad del régimen de factoring —art. 18, párr. 1.º—), los siguientes requisitos:

i) *datos de identificación* de las partes, diferenciándose según sean personas físicas o jurídicas. Además, y como dato extra, se exige el CUIT por una cuestión de política tributaria;

ii) la *determinación del objeto* del contrato de factoring. En este sentido se exige que se detallen los créditos que fueron objeto de la cesión mediante este contrato. En los supuestos de cesión de créditos futuros o contingentes en los que la individualización no fuera posible *ab initio* es preciso que se detallen

los datos que hagan posible determinar si dicho crédito queda incluido (o no) dentro del contrato.

Así podrá establecerse (en los créditos futuros) pautas tales como créditos con determinados deudores, por determinado monto, en ciertas fechas, con origen en un tipo determinado de contrato, etc., que den elementos suficientes como para que la inscripción registral tenga un sentido razonable (art. 13).

Si las partes no cumplieran con este requisito el contrato no sólo no sería admitido como contrato factoring, sino que directamente no sería un acto jurídico válido por falta de determinación en el objeto.

iii) También deberá detallarse la *duración o monto máximo* del contrato. Se trata de una previsión alternativa, con lo cual cualquiera de los dos elementos determinado será correcto.

Igualmente, podrán preverse otras formas de limitación del contrato, pero siempre deberán estar relacionadas con alguno de estos dos elementos objetivos (tiempo o monto).

iv) Asimismo, hemos creído prudente (atento las exigencias de las circulares de la superintendencia bancaria —BCRA, en el caso de la República Argentina— y la mayoría de las previsiones en materia de transparencia financiera), incluir además en el contrato no sólo la *comisión* del contrato de factoring sino la *tasa de financiación* que el factor ha aplicado en la cesión crediticia. También deberán estipularse previsiones sobre los gastos excepcionales de cobranza (como los derivados de acciones judiciales) y cómo deberán ser adelantados y, en su caso, reintegrados.

v) Las reglas contenidas en el art. 5, incs. e) y f), han sido previstas para mejor inteligencia del proyecto. Dichas normas facultan a los eventuales operadores jurídicos a tomar previsiones vinculadas con el funcionamiento del contrato (v. gr. forma de notificación, entrega de documentación e información, plazos, etc.) y reglar ciertos derechos y obligaciones que no sean los que emanan de los arts. 8 y 9 propuestos.

## XI. FACTOR

Pese a que existe una corriente actual amplia en materia de quiénes pueden ser parte en ciertos contratos de financiamiento (véase los casos del fideicomiso —Ley 24.441— o leasing —Ley 25.248—), se ha limitado la posibilidad de ser factor solamente a entidades financieras autorizadas para funcionar como tales y a las personas jurídicas que el Banco Central de la República Argentina autorice a funcionar como sociedades de factoring (conforme a requisitos que deberá reglamentar al efecto).

Así lo señala la norma proyectada. Se prevé la aplicación de la Ley 21.526 y sus modificaciones, pudiendo el Banco Central desempeñar las funciones que establecen las citadas leyes, estando facultado para determinar los requisitos para la autorización y funcionamiento de estas últimas entidades.

El fundamento es claro: la necesidad de contar con profesionales que posean parámetros incluso diferenciados del propio mercado bancario y el fuerte control que este tipo de entidades (sumado a la garantía) tienen en el mercado crediticio, lo que justifica —desde otra óptica— las evidentes ventajas que presenta la regulación propuesta.

## XII. DISEÑO DEL CONTRATO

La propuesta legal ha sido específica en cuanto a las obligaciones del factor (art. 8) y del proveedor (art. 9), lo que hace surgir —de manera implícita— los respectivos derechos de ambas partes.

Debe destacarse que, como en todo contrato, las partes pueden diseñar los derechos y obligaciones que consideren apropiados a sus intereses siempre que no se desnaturalice el contrato de factoring y que no se den algunos de los supuestos proscriptos por el ordenamiento (arts. 1071, 953, 1198, 2.º párr., etc. del Código Civil).

## XIII. OBLIGACIONES DEL FACTOR

Se han establecido las principales obligaciones del factor:

### 1. Asistencia técnica

El factor debe proveer asistencia técnica y administrativa para la mejor operatividad del contrato de factoring durante su vigencia. Esta obligación está implícita en la gestión de cobranza en los casos de créditos futuros, ya que el factor es un profesional con alta especialización en la gestión de los créditos.

### 2. Pago de los créditos

El adquirente debe realizar el pago de los créditos cedidos, con el descuento de la comisión y tasa de financiación fijada en el contrato (pues uno de los elementos esenciales del factoring radica en la financiación mediante la adquisición de los créditos cedidos).

Por ello, debe adquirir en forma irrevocable los créditos cedidos en virtud del contrato (ya que con ello se evita la incertidumbre que pueda sufrir el deudor cedido).

Si el factor no ha asumido los riesgos de incobrabilidad de los créditos cedidos, o en la parte no garantizada, los pagos se corresponderán con los cobros recibidos por el factor del deudor o deudores cedidos, previo descuento de la comisión.

### 3. Administración de la cartera de créditos

El proyecto, además de imponer la adquisición en forma irrevocable de los créditos cedidos en virtud del contrato, impone la obligación al factor de administrar la cartera en la forma pactada y, en todo caso, con la diligencia de un buen administrador de negocios.

En este punto, y sin perjuicio de lo establecido por las partes, se ha introducido un standard de conducta a los fines de una correcta valoración de la conducta del factor: el buen administrador de negocios. Esta pauta de conducta es fundamental a la hora de determinar la responsabilidad del factor y enancar directrices interpretativas que vinculan su actuación. Asimismo, tiene una directa relación con la rendición de cuentas impuesta por el art. 7.

### 4. Confidencialidad

La confidencialidad es esencial. Por ello, el factor está obligado a mantener la confidencialidad de la información reservada transmitida por el proveedor (lo que ha sido bueno reafirmar, ya que tanto la ley de entidades financieras como las normas que regulan la actividad profesional establecen la obligatoriedad del secreto profesional).

De todas formas, también ha sido bueno reafirmar que este derecho no es absoluto (ningún derecho lo es), sino que puede sufrir excepciones ante requerimientos concretos de autoridad judicial o administrativa en virtud de norma expresa que lo autorice.

### 5. No afectación del vínculo con el proveedor

Además, no puede afectar, en la medida de lo razonable, el vínculo del proveedor con los deudores cedidos. Este dispositivo, cuya naturaleza es la de un estándar, tiene principal relevancia, es fundamental en el esquema del contrato, ya que las relaciones entre el proveedor y los deudores cedidos muchas veces se consideran esenciales para poder trasuntar un buen flujo de negocios en la empresa.

Es claro que el factor debe introducirse en la relación con los deudores cedidos, pero esta razonabilidad exigida tiene en cuenta circunstancias tales

como si el deudor cedido sigue siendo cliente del proveedor, si suele cumplir en tiempo con sus compromisos, etc.

Por ello, debe respetar la fecha de exigibilidad del crédito para proceder a su cobro (lo que va casi paralelamente con la anterior obligación). Es ilógico (y naturalmente inapropiado) que el factor reclame anticipadamente una obligación que aún no es exigible y, de esta manera, el factoring se transforme en un contrato que vaya en contra de los propios intereses del proveedor.

De todas formas, y según las circunstancias del caso, el factor podrá —en algunos casos específicamente reglados por el sistema jurídico— asumir las medidas conservativas del crédito.

No obstante lo dicho, se ha creído conveniente ratificar algunas excepciones vinculadas con la exigibilidad: salvo conformidad del proveedor para obrar de otra forma, o cuando el factor asume totalmente los riesgos de incobrabilidad, o ante concurso o quiebra de deudor o deudores cedidos.

## XIV. RENDICIÓN DE CUENTAS

### 1. Principios

Se ha incluido una exigencia de rendir cuentas al proveedor del resultado de su gestión. Esta previsión debe coordinarse con el art. 7 del proyecto, ya que la obligación de rendir cuenta también es exigida por el art. 8.g).

### 2. Regulación proyectada

El art. 7 regula la rendición de cuentas, señalando que el contrato no podrá dispensar al factor de la obligación de rendir cuentas al proveedor, la que podrá ser solicitada conforme a las previsiones contractuales. En todos los casos el factor deberá rendir cuentas con una periodicidad no mayor a un año.

### 3. Naturaleza

Es claro que, de conformidad con la forma de redacción de la norma, se trata de una norma inderogable por la propia voluntad de las partes. Por ello, su violación dará lugar a nulidad parcial (art. 1039 del Código Civil), pero relativa (y por ello, confirmable y prescriptible —arts. 1048, 1058, 1059 y ss. del Código Civil—) y no absoluta (con excepción del caso de concurrencia con otros vicios).

Ello no significa que el proveedor no pueda renunciar al derecho adquirido a exigir la rendición de cuentas. Lo que no puede hacer es renunciar en forma anticipada (ora en el contrato, ora en un instrumento separado o posterior).

### 4. Régimen supletorio

Tratándose de un contrato de empresa, y de conformidad al texto propuesto, de un contrato bancario, se aplican las disposiciones del Código de Comercio. En consecuencia, a la rendición de cuentas le son aplicables las normas destinadas a regular este instituto (arts. 68 y ss. del Cód. Com.).

### 5. Plazo

Es lícito que las partes pacten que la rendición de cuentas se realice en períodos menores. Si nada dijera el contrato se entenderá que la periodicidad tendrá la mínima legal: esto es, una vez al año (el que no será calendario, sino que se contará desde la fecha del contrato —año de gestión—).

### 6. Lugar de rendición de cuentas

En cuanto al lugar de la rendición de cuentas, y no habiendo pactado nada diferente las partes, la rendición debe efectuarse en el domicilio de la administración (art. 74 del Cód. Com.). Esto es, en el domicilio del factor, que es quien administra la cartera de créditos cedidos. Si el factor tuviere varias administraciones, la de la sede del establecimiento en la que se presta el servicio.

### 7. Forma

En cuanto a la forma en que deben rendirse las cuentas en el factoring el proyecto, como así también el mismo Cód. Com., guardan silencio. En este sentido, y atento el resto de las disposiciones vinculadas, debe interpretarse que las mismas deben estar respaldadas con los respectivos comprobantes, resultando expuestas en forma clara, y deben contener una relación adecuada con la estructura básica de las cuentas.

Es fundamental la parte gráfica (escrita), que debe tener una relación numérica de los resultados de cada operación (determinando los saldos) y una clara explicación de los demás aspectos de la operación asentada (conceptos, fechas, detalles, alusión a los comprobantes, etcétera).

Si en el contrato se hubiese pactado la manera de llevar a cabo la gestión por el factor, dichas cuentas (en las notas explicativas) deberán integrar sus obligaciones asumidas y el efectivo cumplimiento de las mismas; también deberán brindarse todas las informaciones relacionadas con datos fácticos y jurídicos que permitan una mejor evaluación de tales cuentas.

## XV. OBLIGACIONES DEL PROVEEDOR

Con relación a las obligaciones del proveedor, hemos creído prudente enunciar las más importantes, sin perjuicio de que el diseño del contrato por las partes podrá imponer otras obligaciones no pautadas. Por ello, son obligaciones del proveedor:

### 1. Información sobre los créditos

El proveedor debe comunicar toda información relevante de los créditos cedidos o que razonablemente requiera el factor para el cobro de los créditos.

Esta obligación de información es esencial (art. 43, CN) y se entendería implícita (deberes accesorios de conductas) en cualquier cesión de créditos por una obvia razón de buena fe. El proveedor no puede omitir información relevante que sea necesaria para una adecuada gestión en el recupero del crédito cedido.

La omisión de información relevante no sólo constituye una evidente mala fe del proveedor, sino que —según el caso— puede justificar la resolución por incumplimiento contractual (art. 216 del Cód. Com.) o, incluso, en caso de dolo (arts. 931 del Código Civil), podría ser declarado nulo (art. 1045 del Código Civil).

### 2. Efectividad de la cobranza

Debe, además, abstenerse de realizar actos que pongan en riesgo la efectividad de la cobranza por parte del factor. Esta obligación es complementaria de la anterior. El proveedor no sólo debe informar de los datos relevantes, sino que debe evitar toda conducta que perjudique u obstruya el efectivo cobro del crédito.

### 3. Importes recibidos

Está obligado a remitir inmediatamente al factor todo importe recibido en concepto de los créditos cedidos, no pudiéndose recibir pagos anteriores al vencimiento de cada crédito sin conformidad expresa del factor.

El proveedor no puede recibir el pago de los créditos cedidos. Si así lo hiciere quedaría inmerso en un delito penal también proyectado, por cuanto el art. 17 propone la modificación del artículo 173 del Código Penal con la inclusión del siguiente inciso: “16) El proveedor de un contrato de factoring que recibiere en perjuicio del factor el cumplimiento de la obligación cedida”.

De todas formas, si así lo hubiere recibido, deberá remitirlo inmediatamente al factor, lo que evitaría quedar inmerso en el delito penal.

Queda claro que no podrá recibir pagos anticipados, salvo que así se haya autorizado contractualmente. Ello es así porque de otro modo se podría afectar la planificación financiera del factor y su esquema de flujo de fondos.

### 4. Otras obligaciones

Además, deberá facilitarle toda documentación, comunicación o prueba que permitan o faciliten el cobro de los créditos cedidos.

## XVI. CONDICIONES CONTRACTUALES

El art. 10 señala algo que es lógico en todo contrato: libertad en la estipulación del plazo del contrato, individualización de los créditos cedidos y en la tasa de financiación. Es claro que en este último punto deberá estarse a las condiciones del mercado, no pudiendo pactarse condiciones usurarias o contrarias a los usos mercantiles o bancarios (art. 18, 2.º párr.).

Está claro que esta libertad no es absoluta, sino que deberá respetar la normativa que establezca el Banco Central de la República Argentina, de conformidad con el artículo 6 [previsión también incluida en el art. 1, inc. 3, sub. a)].

## XVII. EXTINCIÓN DEL CONTRATO

Asimismo, se prevé la extinción del contrato no sólo por el pacto de las partes, sino especialmente por:

i) vencimiento del plazo (o por haber alcanzado el monto máximo pactado);

ii) muerte de las partes (en el entendimiento de que se trata de un contrato *intuitu personae*);

iii) incapacidad de las partes (ya que sin capacidad no podrán continuar con sus actividades comerciales);

iv) liquidación de cualquiera de las partes.

Es claro que en caso de concurso (concurso preventivo, quiebra o liquidación judicial de compañías de seguros, AFJP y entidades financieras) se aplica el art. 15.

## XVIII. FORMA

Hemos creído conveniente no exigir fórmulas sacramentales rígidas que puedan entorpecer la dinámica del crédito. No obstante, y pese a esta libertad, se ha establecido como forma obligatoria los instrumentos públicos o privados en los que la firma resulte certificada por el escribano público.

La exigencia en la certificación de la firma evita conflictos en un potencial litigio e impide a las partes negar el contrato (si no es de manera conexa con un incidente de redargución de falsedad —arts. 391, CPCCN y 244, CPCC Córdoba—). La certificación de firma brinda menor onerosidad en el costo de instrumento de factoring, pero con una firme seguridad en la existencia del acto (lo que naturalmente facilita el tráfico).

De todas formas, en determinados créditos (v. gr. hipotecarios, litigiosos, etc.) cuya cesión deba realizarse por instrumento público, así deberá cumplirse.

La ley exige expresamente la escritura pública, pese a que para ceder ciertos créditos (v. gr. litigioso) sería suficiente con un acta judicial en el expediente (art. 1455 del Código Civil). Ello ha sido así en el entendimiento de que con esta exigencia se evita cualquier inconveniente o duda concreta en cuanto a la forma requerida para ceder los créditos en el marco del factoring.

Asimismo se ha considerado prudente ratificar que dicho instrumento es título suficiente para producir la transferencia de los derechos de créditos en él comprendidos, pudiendo el factor rogar su inscripción en los registros pertinentes, en su caso.

## XIX. OPONIBILIDAD FRENTE A TERCEROS

### 1. Regla general

Entre partes (proveedor y factor) el contrato es válido y oponible desde la fecha del consentimiento. El contrato de factoring y las transmisiones de créditos que deriven de él serán oponibles al deudor cedido y a terceros desde la inscripción del contrato en el Registro Nacional de Créditos Prendarios según el artículo 12.

A diferencia de la cesión de créditos (en que se exige notificación por instrumento público), en el presente contrato no será necesaria la notificación al deudor cedido, salvo que las partes hubieran convenido para uno o más créditos cedidos o a ceder que la notificación sería necesaria para la transmisión del crédito y la eficacia del contrato de factoring a su respecto.

### 2. Excepciones

En caso de que las partes hubiesen convenido la exigencia de notificación, ésta podrá efectuarse utilizando cualquier medio instrumental, incluso en soporte informático.

Por ello, la notificación por escrito incluye diversas formas, tales como telegrama, télex, carta documento, acta notarial o cualquier otro medio de comunicación susceptible de ser reproducido en forma tangible.

Cabe recordar que en caso de necesidad de notificación pactada por las partes siempre estará latente la necesidad de acreditar en forma efectiva la recepción de dicha notificación. Esta exigencia práctica impondrá, en los hechos, que en este caso muchas cesiones aun sin ser necesario se deberán realizar por actos fehacientes, tales como cartas documentos o actas notariales.

Igualmente, y receptando la práctica aceptada por algún sector de la jurisprudencia, la notificación de la demanda iniciada contra el deudor cedido tiene los efectos de la notificación de la cesión en los términos del primer párrafo.

### 3. Créditos futuros

El tratamiento de los créditos futuros es diferente y tiene exigencias especiales. En efecto, si bien no se requerirá notificación por escrito al deudor cedido, se deberán cumplir ciertas condiciones:

i) la inscripción del contrato de factoring en el Registro Nacional de Créditos Prendario;

ii) pautas para la individualización de los créditos futuros, con indicación del deudor cedido, monto, plazo, interés, garantía, etc.;

iii) que en la instrumentación del crédito se deje constancia de la existencia del contrato de factoring y los datos de inscripción.

## XX. INSCRIPCIÓN DEL CONTRATO

Un aspecto verdaderamente relevante se vincula con la posibilidad de inscripción del contrato de factoring. La práctica y dinámica de los negocios (y por supuesto las ventajas que la publicidad inscriptoria produce frente a terceros) imponen como conveniente su inscripción. Esta clara ventaja operativa ha demostrado que en ciertos negocios sobre bienes no registrables (v. gr. fideicomiso de créditos) puede ocasionar problemas con relación a terceros de buena fe.

En virtud de ello, hemos considerado conveniente diferenciar los efectos entre las partes que celebraron el contrato de factoring y los deudores cedidos y terceros a los cuales el factoring puede afectar.

En este sentido, el proyecto señala que el contrato de factoring debe inscribirse en el Registro de Créditos Prendarios correspondiente a la jurisdicción del proveedor. En caso de que el proveedor tuviere sucursales o establecimientos con giro comercial en otras jurisdicciones, el Registro de Créditos Prendarios efectuará la inscripción en todas ellas en el plazo y con los efectos previstos en el artículo 12 del Decreto Ley 15348/46 (t.o. en 1995).

### 1. Terceros con interés legítimo

Frente a terceros con interés legítimo (lo que incluye a aquellos que tengan derechos subjetivos y excluye a los que posean un interés simple) la cesión del crédito será oponible desde la inscripción registral sin que sea menester su notificación, salvo pacto en contrario.

### 2. Plazo

El proyecto no establece plazos para la inscripción, aunque parece prudente entender que debe realizarse en un plazo razonable. Rige aquí, aunque no lo señala expresamente el proyecto, el principio rogatorio y por ello debe ser solicitada expresamente.

Los efectos de la inscripción se retrotraerán a la fecha de su presentación aun cuando su publicación se realice en forma tardía (sin perjuicio de la responsabilidad del registro por la demora en cumplir con su obligación).

### 3. Lugar de registración

El lugar de registración debe ser el Registro Nacional de Créditos Prendarios. Atento ello, dicho registro (de vocación nacional) deberá instrumentar en tiempo oportuno el mecanismo para la registración de este tipo de contratos. Pese a que no existe actualmente un registro específico para contratos de corte similar, el Registro Nacional de Créditos Prendarios presenta alguna analogía aplicativa (teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes dados en factoring).

El lugar para determinar la competencia inscriptoria respectiva es el domicilio del proveedor de los créditos (y no el del factor o deudor cedido). Ello así pues el proveedor puede tener deudores cedidos en diversas jurisdicciones (lo que acarrearía lógicos inconvenientes), y porque el factor puede no tener domicilio en la jurisdicción donde desarrolle su actividad el proveedor.

## XXI. EFECTOS DE LA INSCRIPCIÓN

La inscripción tiene como efecto fundamental legitimar al factor para la recepción del pago de la deuda cedida, invocando (y exhibiendo) la inscripción del contrato de factoring y comunicando los datos necesarios para que el deudor cedido abone la obligación al factor.

La inscripción tiene justamente el efecto de darle seguridad al sistema, ya que el deudor cedido actuará diligentemente si no paga a su acreedor originario (proveedor) si el contrato se encuentra inscripto en el registro pertinente.

Esta previsión debe correlacionarse con los siguientes tres ejes normativos también previstos en el régimen proyectado: conocimiento de la cesión del crédito, disposiciones penales y remisión de los importes recibidos.

## XXII. CONOCIMIENTO DE LA CESIÓN DEL CRÉDITO

### 1. Efectos

No obstante la inscripción del contrato de factoring, si el deudor cedido (no notificado) cumpliera con su obligación frente al proveedor (que no se opuso ni puso en su conocimiento la inscripción del contrato), este pago será igualmente oponible al factor, siempre que el deudor cedido no tuviere conocimiento de la cesión del crédito mediante factoring.

Esta previsión legal impone cierto equilibrio en las relaciones derivadas del factoring, pues la ley procura la tutela del deudor cedido ignorante y no del conocedor.

### 2. Mala fe

Este precepto impone, entonces, la exigencia de un conocimiento. No es menester que exista mala fe del deudor cedido, sino que es suficiente con su conocimiento. No se requiere que sea efectivo (como en otros textos legales), lo que llevará a presumir dicho conocimiento cuando dicha noticia pudiera ser inferida de otras conductas conexas del deudor cedido. Tampoco es menester la buena fe, ya que subsiste aunque se acrediten otros estadios intermedios.

Es claro que en algunas situaciones el efectivo conocimiento podrá trasuntar la realización de un acto con mala fe, pero ello no siempre será así (máxime teniendo en cuenta que la buena fe se presume —arg. arts. 2362 y 4008 del Código Civil—).

### 3. Alternativas

La inscripción registral no significa necesariamente la existencia psicológica de conocimiento, ya que no importa fehaciencia en tal estado cognitivo, sino una mera presunción genérica derivada de la publicidad de una circunstancia registrable.

No importa el modo en que el tercero adquirió la conciencia de que el acto era realizado contrariando el régimen legal del factoring. El conocimiento puede haber sido logrado mediante la consulta efectiva en el registro respectivo, por la exhibición al tercero (o en otro lugar) del contrato, por negociaciones anteriores o por manifestación verbal (sea del representante o un tercero), o por otras pruebas, incluso indicios, suficientes. Incluso puede haber sido plasmado por escrito en el mismo crédito o por un documento anexo.

### 4. Conocimiento anterior

El conocimiento, por el deudor cedido, de la vulneración del régimen legal, obviamente, debe ser anterior (o concomitante) a la realización del pago. Si dicho conocimiento se consigue *a posteriori* (luego del nacimiento de la obligación), la solución del caso no difiere del mero desconocimiento. La tutela apunta al momento vinculante en el cual el deudor cedido adquirió el derecho u obligación y no a etapas ya consumadas.

## XXIII. DERECHOS DEL FACTOR Y DEL DEUDOR CEDIDO

El art. 14 proyectado señala que si en el contrato entre el proveedor y el deudor cedido se prevé la posibilidad de su cesión a los fines de contratos de factoring, se aplican en lo pertinente los arts. 71 y 72 de la Ley 24.441, siempre que el contrato de factoring esté debidamente inscripto. Sin embargo, el deudor cedido podrá oponer, además de las previstas en el art. 72 inc. b) de la Ley 24.441 las otras defensas que tenga contra el proveedor si:

a) el factor no hubiera hecho préstamos o anticipos al proveedor, como consecuencia del contrato de factoring;

b) si se probare que el factor conocía las defensas al tiempo de la celebración del contrato o del nacimiento de los créditos futuros comprendidos en él.

Los daños que pudiera sufrir el deudor cedido con motivo de las defensas o excepciones que resulten inoponibles al factor serán a cargo del proveedor, quien mantendrá íntegramente su responsabilidad.

El factor no será responsable por los daños ocasionados a los consumidores por el proveedor y demás integrantes en la cadena de comercialización en los términos del art. 40, Ley 24.240 y modificatorias.

Cuando los derechos del deudor cedido constaren en valores negociables, incluidos títulos de crédito, certificados de prenda con registro, warrant o similares y hayan sido transmitidos al factor por el medio previsto en su ley de circulación (entrega material, endoso o inscripción en registros), el factor podrá ejercer sus derechos en la medida de los respectivos ordenamientos, los que se aplicarán también en lo relativo al régimen de defensas y excepciones del deudor cedido.

Este esquema, que en cierto modo sigue la tendencia nacional signada por la Ley 24.441, además deja en claro varias cuestiones:

i) Que los daños que pudiera sufrir el deudor cedido con motivo de las defensas o excepciones que resulten inoponibles al factor serán a cargo del proveedor, quien mantendrá íntegramente su responsabilidad. Se garantiza el principio de autonomía, evitando irrogar costos de transacción a la cesión mediante factoring. Sólo el proveedor (y no el factor) será responsable por dichas defensa que el deudor cedido pudiera haber opuesto en proceso judicial.

ii) Es claro que, no obstante esta autonomía, nunca se puede proteger la mala fe, previéndose una especie de *exceptio doli* (art. 18, decreto ley 5965/1963), y por ello las defensas que el factor conocía que el deudor cedido podía oponer tendrán plena viabilidad.

iii) Se ha querido dejar total certeza en materia de defensa del consumidor. Ha sido un tema polémico la responsabilidad del dador por daños a los consumidores en el leasing financiero. Evitando cualquier inconveniente interpretativo al respecto se ha dejado en claro que el factor no será responsable por los daños ocasionados a los consumidores por el proveedor y demás integrantes en la cadena de comercialización en los términos del art. 40 de la Ley 24.240 y modificatorias.

## XXIV. DISPOSICIONES PENALES

Esta norma debe complementarse con la modificación al Código Penal que en su proyectado art. 173, inc. 16, añade a la lista de casos especiales de defraudación... “el proveedor de un contrato de factoring que recibiere en perjuicio del factor el cumplimiento de la obligación cedida”.

## XXV. REMISIÓN DE LOS IMPORTES RECIBIDOS

Finalmente se debe tener en cuenta el art. 9, inc. c), que impone, entre las obligaciones del proveedor, remitir inmediatamente al factor todo importe recibido en concepto de los créditos cedidos, no pudiéndose recibir pagos anteriores al vencimiento de cada crédito sin conformidad expresa del factor.

Vale decir que si el proveedor recibe una suma de dinero en concepto de pago de una obligación cedida una vez inscripto el contrato de factoring (o aun antes de su inscripción) tiene obligación de remitir en forma inmediata lo percibido.

No se ha señalado un plazo determinado, sino simplemente se ha utilizado la noción de inmediatez para evitar ulteriores inconvenientes relacionados con las circunstancias de tiempo, modo y lugar. Este término deberá ser interpretado por los tribunales que irán forjando el sentido del precepto.

De todas formas, nada obsta a que las partes interpreten contractualmente este término, incluyendo una cláusula en el contrato en la que se fije un plazo expreso para esta obligación.

## XXVI. DISPOSICIONES CONCURSALES

Se han incluido, además, algunas disposiciones en materia concursal. El régimen concursal vigente no ha contemplado la situación del contrato de factoring. Ello es lógico, ya que hasta su incorporación por la legislación proyectada es un contrato atípico y sujeto al régimen general de los contratos con prestaciones recíprocas. El problema fundamental radica no tanto en los factoring sobre créditos ya exigibles (pues el esquema es el básico de cualquier crédito enajenado), sino en los factoring sobre flujo de fondos, futuros y eventualmente condicionales o contingentes. Por ello, se ha entendido razonable incluir un dispositivo que:

i) supere los inconvenientes típicos planteados por la regulación de los efectos del concurso *(lato sensu)* sobre los contratos o relaciones jurídicas preexistentes;

ii) legitime expresa y jurídicamente los contratos de factoring que tengan como objeto créditos futuros. Esta legitimación superará cualquier interrogante vinculado con la eventual pugna de esta modalidad con los arts. 16 y 17 LCQ;

iii) que abarque el concurso preventivo o la quiebra (aplicando para las liquidaciones judiciales similares principios);

iv) la oponibilidad de este contrato sólo depende de la inscripción anterior a la declaración de apertura de concurso preventivo o quiebra;

v) el art. 15 proyectado señala que en caso de concurso (genérico) del proveedor se aplican las normas ya previstas por la legislación concursal;

vi) si el contrato de factoring comprendiera créditos futuros, no se afectarán los créditos del factor con origen posterior a la presentación concursal imputados a créditos del proveedor contra terceros, cuando estos nazcan con posterioridad al concurso preventivo o quiebra del mismo proveedor o del factor, sin perjuicio de quedar comprendidos en la relación contractual si ésta se continúa por decisión judicial y sujeto a las modalidades de tal autorización. De esta manera se toma una solución contemplada en el Derecho comparado y se soluciona un problema verdaderamente grave en cualquier cesión de flujo de fondos. Aunque no es la intención del proyecto, paralelamente (vía analogía —art. 16 del Código Civil—) podrían interpretarse inconvenientes similares en otros contratos que importen una cesión de flujo de fondos;

vii) aunque ha sido bueno reafirmarlo, es claro que en caso de insolvencia del factor se aplican los arts. 35 bis y siguientes de la Ley 21.526;

viii) finalmente, y dada la exigencia de rendición de cuentas prevista por la legislación ordinaria (ley de prendas, ley concursal, etc.), se ha previsto una exigencia similar en caso de concurso del proveedor. En este caso, el factor debe rendir cuentas ante el juez del concurso dentro de los 20 días desde que se le haya comunicado la apertura del concurso o la declaración de la quiebra, acompañando el contrato inscripto y los comprobantes pertinentes. El acreedor pierde a favor del concurso el 1% del monto de su crédito por cada día de retardo si ha mediado intimación judicial anterior. El remanente debe ser depositado, una vez cubiertos los créditos del factor vinculados con el contrato, en el plazo que el juez fije.

## XXVII. VÍA EJECUTIVA

Con una clara finalidad de darle celeridad en el recupero de los créditos otorgados por el factor (con causa en un contrato de factoring), el art. 16 proyectado otorga vía ejecutiva para el factor en contra del proveedor para el reclamo de lo adeudado (si es que en el contrato el factor no asumió la insolvencia de los créditos cedidos).

### 1. Recaudos necesarios

Para ello, y con gran similitud con las condiciones de ejecución bancarias por contratos de cuenta corriente bancarios, para gozar de vía ejecutiva se exige:

i) una constancia de saldo deudor (firmada por el gerente y contador del factor), al que se aplicará seguramente toda la jurisprudencia actual en materia de cuenta corriente bancaria;

ii) el contrato de factoring inscripto, ya que si no estuviera inscripto no sería un contrato de factoring sino un contrato atípico instrumentado (al que se le aplicarían las normas de la cesión de créditos);

iii) declaración jurada de haber realizado todas las medidas razonables tendientes a la percepción del crédito. Esta exigencia apunta a evitar que el factor proceda a la ejecución del saldo remanente sin haber tomado medidas que el standard del buen hombre de negocios tomaría para cobrar dicha acreencia. La exigencia de declaración jurada es para darle seriedad jurídica a dicha manifestación.

El cumplimiento de tales recaudos conferirá vía ejecutiva en contra del proveedor por lo adeudado, debiendo cumplir (por supuesto) las normas procesales del lugar donde se ha radicado el juicio.

### 2. Competencia

Téngase en cuenta que las disposiciones procesales suelen señalar que en materia contractual la competencia es pactada por las partes (lo que se hará usualmente) o, en su defecto, el lugar convenido en el contrato para el cumplimiento de la obligación (lo que podrá coincidir con el domicilio del factor y además haciendo eco de las normas procesales que siempre permiten demandar en el domicilio del demandado). En su defecto, en el lugar de su celebración.

## XXVIII. ANEXO LEGISLATIVO: ANTEPROYECTO DE LEY DE CONTRATO DE "FACTORING" REDACTADO POR LOS DOCTORES HÉCTOR ALEGRÍA Y CARLOS A. MOLINA SANDOVAL

### CAPÍTULO I

### Del contrato de factoring

**Artículo 1.º Concepto.—**El contrato de factoring es aquel en virtud del cual el proveedor (cedente) cede o se obliga a ceder al factor (cesionario) una cartera de créditos determinables (existentes o futuros) con terceras personas (deudores cedidos) originados en su giro comercial ya sea con anterioridad a la fecha del contrato o durante un tiempo expresamente convenido, asumiendo el factor la cobranza de los créditos cedidos contra una contraprestación pactada.

El contrato puede prever:

1) La financiación por el factor al proveedor mediante préstamos o anticipos de pagos.

2) Que el factor asuma el riesgo de incobrabilidad de los créditos cedidos. Esta cláusula se entiende implícita en caso de silencio del contrato. El factor puede asumir parcialmente el riesgo de incobrabilidad.

3) La determinación de una suma como monto máximo de la cartera cedida o a ceder; pudiéndose prever:

a) que el monto se mantenga durante el plazo que se determine, con la modalidad de ser renovable en caso en que las operaciones lleven a su disminución.

En caso de cesión de créditos futuros el Banco Central de la República Argentina determinará el monto máximo permitido. Sin perjuicio de la duración del contrato de factoring acordada por las partes, en ningún caso se podrá pactar la cesión de créditos futuros por un plazo superior a dos años;

b) que en relación a los créditos futuros el contrato comprende los créditos del proveedor contra determinadas personas u originados en determinado tipo de contrato o contratos.

La cláusula del contrato de factoring según la cual se ceden créditos futuros, transferirá los créditos al factor en el momento en que nacen, sin necesidad de un nuevo acto de transferencia, siempre que se hayan cumplido los requisitos de forma del artículo 11 y la inscripción de los artículos 12 y 13.

**Art. 2.º Objeto.—**Todo crédito originado en el giro comercial del factor puede ser objeto del contrato de factoring, incluidos los exigibles o a plazo, los futuros, condicionales, eventuales, aleatorios y litigiosos, originados en relaciones jurídicas concluidas al tiempo del contrato de factoring o que se concluyan con posterioridad.

No pueden ser objeto del contrato de factoring los derechos inherentes a la persona humana ni aquellos cuya cesión o transferencia está prohibida en forma expresa o implícita por la ley.

El contrato de factoring no podrá tener por objeto un solo crédito.

**Art. 3.º Prohibición de cesión de crédito.—**La cesión de un crédito por el proveedor al factor surtirá efectos no obstante cualquier acuerdo entre el proveedor y el deudor cedido que prohíba tal cesión.

Sin embargo, la cesión hecha en contravención a los términos del crédito cedido, no libera al proveedor de la responsabilidad que tenga por los efectos de ese incumplimiento.

**Art. 4.º Accesorios y garantías de crédito.—**La transmisión de un crédito en virtud del contrato de factoring comprende —sin necesidad de estipulación especial y sin perjuicio de convención en contrario— la fuerza ejecutiva del título, si la tuviere y los derechos accesorios, garantías y privilegios del crédito que no fueren meramente personales, en los términos del artículo 1458 del Código Civil.

En caso que la transmisión del crédito, sus garantías o preferencias requieran de un acto posterior en razón de su naturaleza, incluida su inscripción registral, el factor queda autorizado para ejecutar o rogar el acto necesario, bastando para ello la copia del contrato que haya cumplido las formalidades del artículo 11 y la inscripción de los artículos 12 y 13.

## CAPÍTULO II

## Obligaciones de las partes

**Art. 5.º Contenido del contrato.—**El contrato debe contener:

a) Nombre, edad, estado civil, profesión, domicilio, número de documento de identidad y CUIT de las partes. En caso de tratarse de personas jurídicas, deberán indicar su denominación, sede social, objeto social, CUIT y demás datos de inscripción en los registros correspondientes.

b) La estipulación de la duración del contrato y, en su caso, el tiempo posterior durante el cual se generarán los créditos futuros comprendidos y, cuando corresponda, el monto máximo de los créditos cedidos o a cederse.

c) La individualización de los créditos objeto del contrato. En caso de no resultar posible tal individualización a la fecha de celebración del contrato, constará la descripción de los elementos necesarios para la determinación de los créditos.

d) La comisión y, en su caso, la tasa de financiación aplicable. Se incluirán previsiones sobre los gastos excepcionales de cobranza (como los derivados de acciones judiciales) y cómo deberán ser adelantados y, en su caso, reintegrados.

e) Las reglas operativas de funcionamiento del contrato.

f) Estipulaciones sobre los demás derechos y obligaciones del factor y proveedor, en tanto sean disponibles para las partes.

**Art. 6.º Factor.—**Sólo podrán actuar como factor las entidades financieras autorizadas para operar como tales según las disposiciones de la ley respectiva y las personas jurídicas públicas o privadas que autorice el Banco Central

de la República Argentina. Se aplica la Ley 21.526 y sus modificaciones, pudiendo el Banco Central desempeñar las funciones que establecen las citadas leyes, estando facultado para determinar los requisitos para la autorización y funcionamiento de estas últimas entidades.

**Art. 7.º Rendición de cuentas.—**El contrato no podrá dispensar al factor de la obligación de rendir cuentas al proveedor, la que podrá ser solicitada conforme a las previsiones contractuales. En cualquier caso, el factor deberá rendir cuentas con una periodicidad no mayor a un año.

**Art. 8.º Obligaciones del factor.—**Son obligaciones del factor:

a) Realizar el pago de las sumas comprometidas en el contrato, con el descuento de la comisión y tasa de financiación, en su caso. Si el factor no ha asumido los riesgos de incobrabilidad de los créditos cedidos, o en la parte no garantizada, los pagos se corresponderán con los cobros recibidos por el factor del deudor o deudores cedidos, previo descuento de la comisión.

b) Proveer asistencia técnica y administrativa para la mejor operatividad del contrato de factoring durante su vigencia.

c) Adquirir en forma irrevocable los créditos cedidos en virtud del contrato y administrar la cartera en la forma pactada y, en todo caso, con la diligencia de un buen administrador de negocios.

d) Mantener la confidencialidad de la información reservada transmitida por el proveedor, salvo ante requerimientos concretos de autoridad judicial o administrativa en virtud de norma expresa que lo autorice.

e) No afectar, en la medida de lo razonable, el vínculo del proveedor con los deudores cedidos.

f) Respetar la fecha de exigibilidad del crédito para proceder a su cobro, salvo conformidad del proveedor para obrar de otra forma, o cuando el factor asume totalmente los riesgos de incobrabilidad o ante concurso o quiebra de deudor o deudores cedidos.

g) Rendir cuentas al proveedor del resultado de su gestión.

**Art. 9.º Obligaciones del proveedor.—**Son obligaciones del proveedor:

a) Comunicar toda información relevante de los créditos cedidos o que razonablemente requiera el factor para el cobro de los créditos.

b) Abstenerse de realizar actos que pongan en riesgo la efectividad de la cobranza por parte del factor.

c) Facilitar al factor toda documentación, comunicación o prueba que permitan o faciliten el cobro de los créditos cedidos.

d) Remitir inmediatamente al factor todo importe recibido en concepto de los créditos cedidos, no pudiéndose recibir pagos anteriores al vencimiento de cada crédito sin conformidad expresa del factor.

**Art. 10. Estipulaciones y condiciones.—**Las partes son libres en la estipulación del plazo del contrato, en la individualización de los créditos o en su monto máximo y en la tasa de financiación, con arreglo a la normativa que establezca el Banco Central de la República Argentina, de conformidad con el artículo 6.

El contrato de factoring se extingue al vencimiento del plazo, por la muerte, incapacidad, disolución, o liquidación de cualquiera de las partes. En caso de concurso o quiebra se aplica el artículo 15.

## CAPÍTULO III

## Forma, notificación, inscripción y efectos del contrato

**Art. 11. Forma.—**El contrato de factoring puede celebrarse por instrumento público o privado con firma certificada por escribano público. En los casos en que los créditos objeto del contrato sean o hayan de ser hipotecarios, litigiosos, u otros cuya transmisión o las de las garantías deban efectuarse por instrumento público, deberá celebrarse por escritura pública. El contrato de factoring es título suficiente para producir la transferencia de los derechos de crédito en él comprendidos, pudiendo el factor rogar su inscripción en los registros pertinentes, en su caso.

**Art. 12. Inscripción.—**El contrato de factoring debe inscribirse en el Registro de Créditos Prendarios correspondiente a la jurisdicción del proveedor. En caso que el proveedor tuviere sucursales o establecimientos con giro comercial en otras jurisdicciones, el Registro de Créditos Prendarios efectuará la inscripción en todas ellas en el plazo y con los efectos previstos en los artículos 12 y 13 del Decreto Ley 15348/46 (t.o. en 1995).

**Art. 13. Efectos de la inscripción.—**El contrato de factoring y las transmisiones de créditos que deriven de él, serán oponibles al deudor cedido y a terceros desde la inscripción del contrato en el Registro Nacional de Créditos Prendarios, según el artículo 12.

No será necesaria la notificación al deudor cedido, salvo que las partes hubieran convenido para uno o más créditos cedidos o a ceder que la notificación será requerida para la transmisión del crédito y la eficacia del contrato de factoring a su respecto. En este caso, la notificación podrá efectuarse utilizando cualquier medio instrumental, incluso en soporte informático.

Si se tratare de créditos futuros no existentes al momento de la celebración del contrato de factoring, el proveedor está obligado a incluir en la instrumentación del crédito la noticia del contrato de factoring sobre tal crédito y los datos de su inscripción. La falta de esta noticia no impide la oponibilidad del contrato frente al deudor cedido y los terceros, sin perjuicio de la responsabilidad del proveedor.

Una vez inscripto el contrato de factoring, si el deudor cedido que no ha sido notificado de la cesión realizada por factoring pretende cumplir con su obligación con el proveedor, éste debe rehusarse a recibir el pago, exhibiendo documentación suficiente que acredite la inscripción del contrato de factoring y los datos del factor. No obstante lo anterior, el pago realizado por el deudor cedido al proveedor del crédito será oponible al factor, salvo que el deudor cedido tuviere conocimiento de la cesión del crédito mediante factoring.

**Art. 14. Derechos del factor y del deudor cedido.—**Si en el contrato entre el proveedor y el deudor cedido se prevé la posibilidad de su cesión a los fines de contratos de factoring, se aplican en lo pertinente los arts. 71 y 72 de la Ley 24.441, siempre que el contrato de factoring esté debidamente inscripto. Sin embargo, el deudor cedido podrá oponer, además de las previstas en el art. 72 inc. b) de la Ley 24.441 las otras defensas que tenga contra el proveedor si:

a) el factor no hubiera hecho préstamos o anticipos al proveedor, como consecuencia del contrato de factoring;

b) si se probare que el factor conocía las defensas al tiempo de la celebración del contrato o del nacimiento de los créditos futuros comprendidos en él.

Los daños que pudiera sufrir el deudor cedido con motivo de las defensas o excepciones que resulten inoponibles al factor, serán a cargo del proveedor, quien mantendrá íntegramente su responsabilidad.

El factor no será responsable por los daños ocasionados a los consumidores por el proveedor y demás integrantes en la cadena de comercialización en los términos del art. 40, Ley 24.240 y modificatorias.

Cuando los derechos del deudor cedido constaren en valores negociables, incluidos títulos de crédito, certificados de prenda con registro, warrant o similares y hayan sido transmitidos al factor por el medio previsto en su ley de circulación (entrega material, endoso o inscripción en registros), el factor podrá ejercer sus derechos en la medida de los respectivos ordenamientos, los que se aplicarán también en lo relativo al régimen de defensas y excepciones del deudor cedido.

**Art. 15. Concurso y quiebra.—**En caso de concurso o quiebra del proveedor son aplicables los arts. 20, 143 y 144 de la Ley 24.522, según las circunstancias.

También se seguirán las siguientes reglas:

1) Si el contrato de factoring comprendiera créditos futuros, no se trasmitirán los créditos del proveedor con origen posterior a la presentación concursal imputados al contrato, cuando nazcan con posterioridad al concurso preventivo o quiebra del mismo proveedor o del factor, sin perjuicio de quedar comprendidos en la relación contractual si ésta se continúa por decisión judicial y sujeto a las modalidades de tal autorización.

2) En caso de insolvencia del factor se aplican los arts. 35 bis y siguientes de la Ley 21.526.

3) En caso de concurso preventivo o quiebra del proveedor, el factor debe rendir cuentas ante el juez del concurso dentro de los 20 días desde que se le haya comunicado la apertura del concurso o la declaración de la quiebra, acompañando el contrato inscripto y los comprobantes pertinentes. El acreedor pierde a favor del concurso el 1% del monto de su crédito por cada día de retardo si ha mediado intimación judicial anterior. El remanente debe ser depositado, una vez cubiertos los créditos del factor vinculados con el contrato, en el plazo que el juez fije.

## CAPÍTULO IV

### Procedimiento ejecutivo

**Art. 16. Vía ejecutiva contra el proveedor.—**La constancia de saldo deudor otorgada con las firmas conjuntas del gerente y contador del factor, el contrato de factoring inscripto y celebrado con las formalidades exigidas y la declaración jurada de haber realizado todas las medidas razonables tendientes a la percepción del crédito, otorgará vía ejecutiva al factor para el reclamo contra el proveedor de lo adeudado en virtud del contrato, de conformidad con lo prescripto por las leyes procesales vigentes en el lugar en que se acciona.

## CAPÍTULO V

### Modificaciones al Código Penal

**Art. 17. Modificación al Código Penal.—**Agréguese al artículo 173 del Código Penal el siguiente inciso:

"16) El proveedor de un contrato de factoring que recibiere en perjuicio del factor el cumplimiento de la obligación cedida".

## CAPÍTULO VI

### Disposiciones finales

**Art. 18. Normas supletorias.—**Los contratos de factoring que no se ajusten a lo establecido en la presente ley se regirán por las normas de la cesión de créditos y de los contratos innominados, sin tener derecho a los beneficios y limitaciones de responsabilidad aquí previstos.

Al contrato de factoring se le aplican subsidiariamente las reglas previstas por los usos y práctica generalmente aceptados en el comercio, y especialmente la costumbre del lugar donde debe ejecutarse el contrato, y las normas del contrato de cesión de créditos en cuanto sean compatibles.

**Art. 19. Vigencia.—**La presente ley rige en todo el territorio nacional y entrará en vigencia a partir de la fecha de su publicación en el Boletín Oficial. El Poder Ejecutivo debe reglamentar la presente ley dentro de los ciento veinte (120) días de su publicación.

**Art. 20.—**Comuníquese al Poder Ejecutivo.

# JURISPRUDENCIA

# DE NUEVO Y HASTA CUÁNDO, ¿QUÉ SON LAS CAJAS DE AHORROS? (*)

*(Comentario a la STS de 17 de enero de 2006)*
*Ponente: Excmo. Sr. D. Óscar González González*

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

*Catedrático de Derecho Mercantil*
*Universidad Complutense de Madrid*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

**Primero.—**La Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones otorgó licencia individual de tipo C1, habilitante para el establecimiento y explotación de una red pública de telecomunicaciones que no implique el uso del dominio público radioeléctrico, a la entidad "Red de Banda Ancha de Andalucía, SA", cuya composición accionarial pertenece en un 40% a una entidad privada ("Medialatina Holding, S.A."), en otro 40% a una entidad pública (Sandetel), y en el restante 20% a diversas Cajas de Ahorro de Andalucía (Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera; Huelva y Sevilla; San Fernando y Jerez). Partiendo de la consideración de que la mayoría del capital social (60%) era eminentemente público, al incluir en ese porcentaje la participación de las Cajas de Ahorro, la licencia se supeditó, entre otras, a las dos siguientes condiciones:

2.17. El titular de la presente licencia deberá realizar la prestación y explotación en el mercado de servicios y redes de telecomunicaciones con arreglo a los principios de neutralidad, publicidad, transparencia y no discriminación, en virtud de los artículos 7.3 y 34 de la Ley General de Telecomunicaciones (RCL 1998\1056, 1694).

2.19. El titular de la presente licencia deberá formar y presentar anualmente a la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones cuentas separadas referidas a las actividades que realice al amparo de la li-

(*) Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ 2004-03259/JURI, titulado "Las grandes empresas entre el Derecho de sociedades y el mercado de valores II", que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

cencia con arreglo a los principios de neutralidad, transparencia y no discriminación, en virtud de los artículos 7.3 y 34 de la LGT, y 15 y 16 del Reglamento de Interconexión, aprobado por Real Decreto 1651/1998, de 24 de julio (RCL 1998\1901, 2541).

La entidad licenciataria interpuso recurso Contencioso-Administrativo contra esta resolución ante la Sala correspondiente de la Audiencia Nacional, que dictó sentencia estimatoria en relación con las mencionadas condiciones, las que anuló. El Tribunal de instancia después de examinar la legislación en materia de Cajas de Ahorro, así como la jurisprudencia del Tribunal Supremo y la doctrina del Tribunal Constitucional, concluye que las mismas no son entes públicos o sociedades en cuyo capital participen éstos mayoritariamente, a los efectos de lo establecido en el artículo 7.3.º de la Ley General de Telecomunicaciones. Añade que los criterios utilizados por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones para tal conceptuación no permiten llegar a la misma conclusión, pues en cuanto a la finalidad, no obstante tener un carácter social, son los propios de las entidades de crédito, obteniendo un excedente o beneficio económico, y en relación a la representación de las Administraciones Públicas en sus órganos de gestión, no implica el ejercicio de funciones públicas y los miembros de los mismos no tienen la consideración de cargos públicos.

Contra esta sentencia interpuso la presente casación el Abogado del Estado con base en un único motivo, que ha quedado transcrito en los antecedentes.

**Segundo.—**El artículo 7.3 de la Ley 11/1998, de 24 de abril (RCL 1998\1056, 1694), General de Telecomunicaciones, establece que "la prestación o explotación en el mercado, de servicios o redes de telecomunicaciones por las Administraciones Públicas o sus entes públicos, directamente o a través de sociedades en cuyo capital participen mayoritariamente, requerirá la obtención del título habilitante que corresponda, de entre los regulados en este Título. Dicha prestación o explotación deberá ser autorizada por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, que establecerá las condiciones para que se garantice la no distorsión de la libre competencia, con la debida separación de cuentas y con arreglo a los principios de neutralidad, transparencia y no discriminación".

Con estas normas se trata de evitar que estas entidades, regidas por otros criterios de contratación y contabilidad, no siempre coincidentes con la libertad de mercado regida por el principio de la oferta y la demanda, puedan distorsionar la libre competencia en el sector de las telecomunicaciones. Por ello se les impone la obligación de neutralidad en la contratación y la debida separación de cuentas entre los distintos servicios que presten.

Pues bien, en ese marco jurídico, el debate se ha centrado en determinar la naturaleza pública o privada de las Cajas de Ahorros, haciendo depender de la adopción de una u otra solución la aplicación o no de la anterior normativa —que también se recoge en el artículo 8 de la nueva Ley General de Telecomunicaciones 32/2003, de 3 de noviembre (RCL 2003\2593 y RCL 2004, 743)—, habida cuenta de que el 20% del capital social con el que las Cajas que participan en la entidad solicitante, unido al 40% con el que participa otra entidad pública, superan conjuntamente la mayoría precisa para la aplicación de la norma.

El Abogado del Estado en su escrito de interposición, aunque admite que "las Cajas de Ahorro no pueden encuadrarse estrictamente en lo que constituye una Administración Pública" añade que, su intervención en el mercado no se desarrolla con arreglo a los criterios de las empresas privadas, es decir, atendiendo única y exclusivamente a la mejor asignación de los recursos dentro de un ámbito en el que rige la Ley de la oferta y la demanda", y concluye que "por ello, cuando

actúan en cualquier mercado, y específicamente en el Mercado de las Telecomunicaciones, sus decisiones pueden no venir determinadas por los principios de neutralidad, transparencia y no discriminación... sino por criterios de otra naturaleza, legítimos, pero que pueden distorsionar la libre competencia en el mercado de telecomunicaciones, que es lo que pretende evitar el legislador". Es decir, atiende más a la finalidad que, dice, persigue el precepto, que a la naturaleza jurídica de las Cajas de Ahorro, a las que estrictamente no considera Administraciones Públicas.

**Tercero.—**Junto a la naturaleza de entidades financieras y crediticias, unánimemente atribuida a las Cajas de Ahorro, por la doctrina, jurisprudencia y normas legales tanto internas como comunitarias, que menciona la sentencia recurrida, sin embargo sus actuaciones están orientadas a la consecución de fines de interés público, tales como el fomento del empleo, el apoyo a sectores productivos determinados, la protección y mejora del medio ambiente, el patrimonio cultural e histórico y la investigación, con el fin de contribuir, como dice el art. 3.º de la Ley 15/1999 (LAN 1999\426) de las Cajas de Ahorro de Andalucía, vigente en el momento de dictarse el acto "al desarrollo social y económico de Andalucía, así como al equilibrio territorial". Este objetivo, se ha recogido en el artículo 88 con arreglo a la modificación introducida por la Ley 10/2002, que modifica la anterior y en el que se señala que:

"1. Las Cajas de Ahorro con domicilio social en Andalucía, de conformidad con lo establecido en el art. 24 de esta Ley, destinarán anualmente la totalidad de sus excedentes que, conforme a la normativa de aplicación, no hayan de integrar sus reservas o sus fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, o no sean atribuibles a los cuota partícipes, a la dotación de un fondo para la creación y mantenimiento de su obra social, que tendrá por finalidad el fomento del empleo, el apoyo a la economía social y el fomento de la actividad emprendedora, así como la financiación de obras y actuaciones en los campos de los servicios sociales, la sanidad, la investigación, la protección y mejora del medio ambiente, la enseñanza, el patrimonio cultural e histórico y demás actuaciones en el campo de la cultura, y cualesquiera otras de naturaleza análoga que favorezcan el desarrollo socioeconómico de Andalucía".

Es decir, que, como señala el Tribunal Constitucional en su sentencia 49/1988, de 22 de marzo (RTC 1988\49) (F. 12.º) "...las Cajas no pueden tener aquella finalidad (de lucro), ni persiguen distribuir beneficios, sino que el excedente de sus rendimientos lo han de dedicar a su obra social, con lo que de nuevo vuelve a aparecer el interés público en su gestión y su carácter atípico, pues se trataría, en todo caso, de entidades sin fin de lucro, lo que ciertamente no responde al concepto tradicional de empresa".

Es esta finalidad social la que en determinadas circunstancias permitirá que las Cajas, en sus relaciones económicas, den prioridad a objetivos no siempre coincidentes con los que vendrían determinados por la simple aplicación de las reglas de libre mercado, lo cual, en un campo como el de las telecomunicaciones produciría un grave quebranto en un sistema regido por las normas de competencia.

A ello debe añadirse la importante participación que los representantes de las entidades locales y autonómicas tienen en los órganos de las Cajas, junto con un régimen de protectorado y control administrativo intenso, así como de cooperación de las Cajas Territoriales entre sí, lo que les permitiría imponer el cumplimiento de los fines sociales presentes en ellas, que en una estrategia concertada, pueden ser coincidentes con los de Sandetel, cuyo capital social pertenece en su totalidad a organismos públicos andaluces —51% a la Corporación Andaluza de Radio y Televisión, y 49% al Instituto de Fomento de Andalucía—; lo que ha de con-

siderarse suficiente en orden a la aplicación del artículo 7.3 de LGT (RCL 1998\1056, 1694), no solo referido a Administraciones Públicas, sino como ocurre en el caso presente, a sociedades en cuyo capital participen mayoritariamente estas Administraciones, en cuyo ámbito deben comprenderse tanto situaciones más evidentes, como la de los casos de Difusió Digital Societat de Telecomunicaciones, S.A. y Sociedad Andaluza para el Desarrollo de las Telecomunicaciones, S.A., invocados por la demandante para apoyar una lesión al principio de igualdad desde la perspectiva de tratamiento igual a lo que es diferente, como a situaciones límites, cual es el caso presente, en el que participan entidades, que cumplen fines de interés general similares a los de las Administraciones Públicas, y que por lo tanto permiten una interpretación de la norma atendiendo a su sentido teleológico.

En su consecuencia debe estimarse el recurso de casación, y no habiéndose recurrido la sentencia por Red de Banda Ancha de Andalucía, S.A. en cuanto a las pretensiones de la demanda que fueron desestimadas por la sentencia, procede también desestimar el recurso Contencioso-Administrativo, por ajustarse a Derecho el acto impugnado.

**Cuarto.—**No se dan circunstancias de costas en la primera instancia, debiendo cada parte satisfacer las suyas en esta casación, de conformidad con el art. 139 de la Ley Jurisdiccional (RCL 1998\1741).

## SUMARIO

I. JUSTIFICACIÓN DEL PRESENTE COMENTARIO.
II. NATURALEZA JURÍDICA DE LAS CAJAS DE AHORROS, ¿OTRA VEZ?
III. ¿UNA PERSPECTIVA SUPERADA?
IV. ¿CARECEN LAS CAJAS DE AHORRO DE ÁNIMO DE LUCRO?
V. CONCLUSIÓN.

## COMENTARIO

### I. JUSTIFICACIÓN DEL PRESENTE COMENTARIO

Este comentario tiene una pretensión limitada: denunciar la actualidad de un problema permanente. Se trata, en concreto, de un problema esencial para el normal desarrollo de una parte principal —la que integran las cajas de ahorros— del sistema financiero español. Es una cuestión esencial porque lo

que se debate es, sencillamente, qué son las cajas de ahorros. Lo que lleva a replantearse, por enésima vez, cuál es su naturaleza jurídica y cómo la ha abordado el régimen jurídico de esas entidades, de suerte que tanto la doctrina [1] como la jurisprudencia se ven obligadas a reabrir, por una u otra vía, dicha cuestión.

La sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo que comentamos se vio obligada a abordar tan esencial pregunta como presupuesto imprescindible para resolver la concreta cuestión que se le planteó en relación con un concurso administrativo. En éste, una de las solicitantes y adjudicatarias de licencia fue una sociedad anónima en la que participaban minoritaria y conjuntamente distintas cajas de ahorros. La aplicación a ella de la normativa en materia de telecomunicaciones, atendiendo a la condición privada o pública de sus accionistas mayoritarios, fue uno de los aspectos discutidos.

El supuesto de hecho lo explica con toda claridad el fundamento primero de la sentencia: la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) otorgó una licencia para la explotación de una red de telecomunicaciones. En el capital de la sociedad anónima licenciataria, una entidad pública poseía el 40% del capital, una entidad privada otro tanto y, por último, nueve cajas de ahorros eran las propietarias del 20% restante. Al conceder la licencia, la CMT consideró que la mayoría del capital de la sociedad anónima beneficiaria de ésta era de titularidad pública, al atribuir esta condición al porcentaje propiedad de las cajas de ahorros.

De acuerdo con lo dispuesto en la legislación aplicable, ese carácter público de la licenciataria determinó que la resolución de la CMT supeditara la licencia a las condiciones establecidas en los arts. 7.3 y 34 de la Ley General de Telecomunicaciones. Para estos preceptos y para nuestro comentario, lo relevante es el presupuesto: determinar si un operador tiene naturaleza pública o privada. A ese presupuesto se corresponden en la legislación de telecomunicaciones unas determinadas consecuencias o condiciones contempladas en los preceptos antes citados, cuya inspiración se remonta a la regulación de la competencia en aquellos mercados en los que se vislumbra una presencia pública. En síntesis, esas disposiciones consagran los principios de neutralidad, publici-

---

[1] A una abundante bibliografía precedente se han sumado en los últimos años la reflexión de DÍEZ-PICAZO, L., "Sobre la naturaleza jurídica de las cajas de ahorro", *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación* 33, 2003, p. 431 y ss., la monografía de CASARES MARCOS, A., *Cajas de ahorro: naturaleza jurídica e intervención pública*, Valencia, 2003, con referencia a la naturaleza jurídica histórica (p. 92 y ss.) y a la cualificación de éstas como exponente de la fundación-empresa (p. 418 y ss.) y SÁNCHEZ CALERO, F., *La evolución del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros*, Madrid, 2006, p. 6 y ss.

dad, transparencia y no discriminación y, también, imponen la llevanza de una contabilidad separada [2].

Contra el criterio plasmado en la resolución de la CMT, la entidad licencitaria interpuso recurso contencioso-administrativo del que, tras su tramitación por la Audiencia Nacional, trae causa la sentencia del Tribunal Supremo que analizamos. Ésta pone además de manifiesto cómo el criterio del Tribunal Supremo resultó discrepante con el mantenido por el Tribunal inferior (la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional) en cuanto a la fundamentación fáctica y jurídica de sus respectivos fallos. Esa fundamentación se caracterizaba por su precisión: se trataba de dar respuesta, como presupuesto del razonamiento decisorio, a la ya enunciada pregunta: ¿qué son las cajas de ahorro? o, por decirlo con una terminología más expresiva del núcleo del problema ¿cuál es la naturaleza jurídica de las cajas de ahorro? En suma, ¿deben las cajas ser consideradas entidades privadas o públicas?

## II. NATURALEZA JURÍDICA DE LAS CAJAS DE AHORROS, ¿OTRA VEZ?

### 1. Una naturaleza indeterminada como fuente de una repetida inseguridad jurídica

Con ello llegamos al principal interés que ofrece esta sentencia. Ésta es, en sí misma y con independencia de la conformidad o discrepancia que merezca el criterio adoptado por el Tribunal Supremo en el caso, un síntoma. En nuestra opinión, un preocupante síntoma, que revela un problema de inseguridad jurídi-

---

[2] Son cautelas inspiradas en los principios de competencia efectiva en el mercado y que se han acogido en distintas legislaciones sectoriales, además de la que nos ocupa (el ejemplo más notorio es la regulación del sistema eléctrico). Estos principios se derivan fundamentalmente de la transposición de Directivas comunitarias, tales como la Directiva 80/723/CEE de la Comisión, de 25 de junio de 1980, relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los Estados Miembros y las empresas públicas (Diario Oficial L 195 de 29-7-1980), modificada por Directiva 2000/52/CE de la Comisión, de 26 de julio de 2000 (Diario Oficial L 193 de 29-7-2000). Sobre el fundamento de esas condiciones vid. ALBI ALBI, J., "Arts. 6 a 9", pp. 72-74, y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "Art. 34", en especial p. 249 y ss., ambos en AA.VV., *Comentarios a la Ley General de Telecomunicaciones* (coords. García de Enterría, E./De la Quadra-Salcedo, T.), Madrid, 1999 y CARRASCO, A./CORDERO, E., "El derecho a prestar servicios de telecomunicaciones", p. 280, y BENÍTEZ, C./DÍAZ DE RÁBAGO, P./VARELA, A., "Contabilidad, financiación y régimen fiscal en el mercado de las telecomunicaciones", p. 704 y ss., ambos en AA.VV., *Comentarios a la Ley General de Telecomunicaciones* (dirs. Arpón de Mendívil, A./Carrasco, A.), Pamplona, 1999. Vid. también LAROUCHE, P., *Competition Law and regulation in European telecommunications*, Oxford, 2000.

ca (cfr. art. 9.3 de la Constitución española), cuyas víctimas son, obviamente, las propias cajas. No estamos ante un mero problema de política legislativa, es decir, ante un panorama normativo con respecto al que cabe oponer críticas sobre sus criterios inspiradores en función de ideologías contrapuestas, que pueden justificar reformas en uno u otro sentido. Como luego apuntaremos, el problema de las cajas es, principalmente, un problema de regulación. Mejor dicho: una falta de determinación legislativa y directa de la naturaleza de las cajas, pues en otros muchos aspectos aplicables a éstas, singularmente en el de la configuración de sus órganos rectores o en la determinación de cómo debe aplicarse parte de sus resultados (la conocida Obra Social), el legislador estatal y autonómico se han mostrado especialmente diligentes.

¿Es razonable que esa indeterminación de la naturaleza de las cajas perdure? No lo creemos. Se trata de la categoría hegemónica en el sistema financiero español. Las cajas son entidades que en numerosas Comunidades Autónomas ocupan un liderazgo en sus mercados crediticios y un protagonismo económico notorio. Algunas de ellas se han desarrollado hasta consolidarse como competidoras directas de los grandes bancos privados, al tiempo que han relevado a éstos en la dirección de grandes grupos empresariales. Siendo así las cosas, ¿no constituyen esos hechos argumentos poderosos que respaldan el modelo normativo vigente? La pujanza de las cajas no atestigua un régimen legal que obstaculice su actividad. Antes al contrario, dirán algunos.

Frente a esa visión optimista, también puede pensarse que no habla bien del régimen vigente la repetida y periódica evidencia del cuestionamiento de las cajas, que, lejos de ser una cuestión dogmática, se plantea en relación con los más variados aspectos de su actividad. La consideración como entidades públicas o privadas o la significación de su carácter social han sido discutidas al hilo de temas diversos, pero que tienen como nexo común el de proyectar una indudable inestabilidad sobre la actividad y la organización de las cajas.

Puede pensarse que la cuestión debatida no es tan dramática, puesto que la oscilante consideración pública o privada de las cajas se produce siempre en cuestiones episódicas, como la que se encuentra en el origen de la sentencia que examinamos. Se dirá que la discusión sobre la naturaleza de las cajas no ha afectado a aspectos fundamentales de su actividad, a salvo de los procedimientos de constitucionalidad referidos a los criterios para la formación y el nombramiento de sus órganos rectores. Argumento cierto pero insatisfactorio. Primero, por cuanto no puede desmerecerse la importancia de un pronunciamiento que, como el que analizamos, se proyecta sobre un aspecto tan importante para cualquier caja como su política de participaciones empresariales. Segundo, porque lo que se presentan como situaciones episódicas no puede olvidarse que son decisiones de nuestros más altos tribunales que, lejos de agotar su alcance en cada situación resuelta, establecen una doctrina a la que quedan vinculados los

propios tribunales y sus destinatarios, entre los que figuran en el ámbito de lo contencioso-administrativo los organismos públicos a los que compete la aplicación de las leyes en cuestión.

Las cajas deben reclamar un marco jurídico seguro, que impida que sus decisiones organizativas y empresariales se vean sometidas de forma repetida a tan elemental debate. La legitimación para hacerlo no termina en los intereses propios de cada caja, sino que también se apoya sobre los varios intereses afectados por esa actividad y sobre los intereses generales relevantes que satisface la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

## 2. El permanente debate abierto sobre la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros

La sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo que es objeto de comentario supone una nueva y respetable expresión de la que consideramos que constituye la principal debilidad del estatuto y régimen legal de las cajas de ahorros. Ésta es, como se acaba de subrayar, la indeterminación de la naturaleza jurídica de dichas entidades.

Como tiene ocasión de recordar dicha sentencia, a la determinación de esa naturaleza jurídica han dedicado importantes esfuerzos nuestros tribunales, incluido el Tribunal Constitucional y el Tribunal Supremo. Lo han hecho a propósito de las más heterogéneas cuestiones en las que, de una manera o de otra, considerar a las cajas como entidades públicas o privadas conducía a soluciones legislativas contradictorias. Recordemos que ese debate ha venido dado acerca del eventual sometimiento de las cajas a un concreto régimen tributario, o en relación con el tratamiento de éstas en el marco del Derecho de la competencia, o, de manera especialmente amplia, al debatirse la designación y permanencia de sus órganos rectores.

Dos son las reflexiones elementales que provoca esa abundancia de decisiones judiciales. La primera se fija en la litigiosidad en torno a las cajas. Puede que se entienda que ello no deja de ser un pensamiento tautológico, pero creemos que esa repetida apelación a una construcción jurisprudencial y constitucional del régimen de las cajas obedece tanto a la relevancia de éstas —como sujetos de poder económico— como a la radical contraposición que se advierte con respecto a las cuestiones fundamentales de su régimen.

La segunda reflexión apunta al alcance de la intervención jurisdiccional. Habrá quien quiera considerar que ésta consiste en una simple interpretación de las normas, previa a la decisión sobre su constitucionalidad o a la resolución de las diversas cuestiones planteadas en relación con la actividad de las cajas. Otros pensamos, sin embargo, que la permanente discusión ante nuestros Tribu-

nales sobre lo que son las cajas encuentra su abono no sólo en la existencia de lagunas normativas, sino en una deliberada pasividad legislativa que alcanza, entre otras, a la cuestión capital de su naturaleza. Un reproche que debe hacerse al legislador estatal que, sin embargo, definió de una manera equívoca ciertos aspectos del gobierno y de los resultados de las cajas, cuyo mantenimiento ha abonado un creciente intervencionismo sobre ellas, entendiendo por tal la imposición de decisiones de negocio o de asignación de recursos.

Convendrá recordar, además, que no se trata con ello de debatir cuestiones de identidad o incardinación jurídicas frecuentes en muchos órdenes jurídicos, y singularmente en el orden mercantil, ante la permanente irrupción de nuevas instituciones que participan en el mercado en mayor o menor medida. Estamos refiriéndonos al problema esencial de una categoría normativa precisa, que integra a un conjunto de entidades con una importancia decisiva no sólo en el ámbito sectorial en el que se desarrolla su actividad, sino también en el conjunto de la economía española.

Las cajas de ahorros ocupan una posición de liderazgo en el sistema financiero español. Cualquiera que fuere el criterio de evaluación de su dimensión concluirá evidenciando que se trata de entidades que integran la mitad prácticamente del sistema financiero. Son entidades de crédito y en cuanto tales su regulación sectorial a lo largo de los últimos decenios, y desde la liberalización decidida mediante el Decreto de 1977, ha equiparado a las cajas de ahorros a las otras entidades con las que compiten, tanto frente a los bancos privados como frente a las cajas rurales (que son sociedades cooperativas). De hecho, como es también conocido, entre esas categorías se están produciendo integraciones o concentraciones, aun cuando éstas no estén exentas de polémica, precisamente por considerar que las cajas parten de una situación ventajosa, puesto que mientras que pueden convertirse en accionistas de bancos privados o absorber el negocio de las cajas rurales no resulta posible la vía inversa.

No es este el lugar para profundizar en el mayor o menor fundamento de las críticas a esa discriminación competitiva entre las distintas clases de entidades de crédito, bastando con que dejemos subrayado que es ese tratamiento normativo de las cajas como entidades de crédito el que aporta una especial certidumbre a su régimen, que contrasta con la inseguridad que rodea la determinación de su naturaleza jurídica.

Ello es así por cuanto la titularidad y la naturaleza jurídica de una entidad de crédito no impide someter a personas jurídicas de naturaleza diversa a las mismas reglas. Reglas que afectan a la propia actividad (contratación, distribución de productos, defensa de la clientela, publicidad), a la información conta-

ble y financiera [3], a su solvencia [4] y, en definitiva, a su supervisión, simbolizada de manera indiscutible en la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito. Ahora bien, en ese tratamiento común de las entidades de crédito se manifiesta también la singularidad de las cajas. Un ejemplo lo ofrece el régimen de las participaciones significativas, cuya delimitación reglamentaria en las cajas tuvo que superar la inexistencia de capital social y referir la titularidad de aquellas participaciones a la influencia en los órganos de gobierno [5].

Los conflictos derivados de las apreciaciones dispares en cuanto a la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros se producen en cuestiones ajenas a la propia ordenación crediticia, por más que estén vinculados con ésta. No podemos decir que sean cuestiones accesorias, puesto que algunos de los problemas a resolver tenían un impacto trascendente para la actividad de las cajas y de terceros e, incluso, para intereses de mayor alcance. Basta con señalar lo que supone la afirmación de que una caja es una entidad privada o pública en cuanto al tratamiento de sus operaciones y participaciones desde el punto de vista del Derecho de la competencia. Del criterio a adoptar resultará que la operación se entenderá permitida o legalmente condicionada e, incluso, susceptible de ser prohibida.

Otro tanto ocurre ante una perspectiva normativa de progresiva incidencia: la que afecta al gobierno de las cajas. Recuérdese que a partir de la consideración de éstas como entidades emisoras —condición reforzada ante la revisión

[3] Cabe citar, en especial, la Circular del Banco de España 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

En la legislación de los mercados de valores, el sometimiento de las cajas a un régimen informativo específico y derivado de su condición de entidades emisoras se plasmó en la disposición adicional segunda de la Ley 26/2003 y se ha concretado de forma particular en la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, y en la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la CNMV sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emiten valores admitidos a negociación. Una de las consecuencias más destacables de esta Circular ha sido la delimitación de la información de difusión obligatoria por parte de las cajas a través de sus páginas *web*.

[4] Vid. la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, y, en cuanto a los problemas derivados de la supervisión consolidada, basta con citar la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros.

[5] Me remito al art. 56.1 de la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, y a su desarrollo reglamentario con respecto al concepto de *"influencia notable"* (vid. el art. 18.5 del Real Decreto 1245/1995, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito); vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Participaciones significativas en el capital de entidades de crédito", *RDBB* 59 (1995), en especial pp. 692-698.

del régimen de las cuotas participativas por la Ley 44/2002 [6]— la legislación de los mercados de valores ha sometido a las cajas a un régimen informativo sobre buen gobierno afín al exigido a las sociedades cotizadas [7]. Sometimiento que no implica una identidad entre el tratamiento de las cajas y el de las sociedades cotizadas, pero sí la consideración de que el buen gobierno de las primeras es una materia que tiende a tutelar intereses presentes en los mercados de valores y que superan los que tradicionalmente suelen enunciar como rectores de la actuación de una caja. Estas entidades están sometidas al escrutinio de su gestión por parte de los mercados. No se trata de garantizar sólo los intereses de los inversores, más o menos numerosos con presencia en cada caja, sino sobre todo de los intereses generales asociados a una buena gestión [8].

La sentencia que comentamos pone de manifiesto la importancia que tiene la clasificación de las cajas en uno o en otro sentido. Acredita dicha sentencia algo más: que sobre una realidad fáctica que admite pocas matizaciones nuestros Tribunales son capaces de tomar partido por soluciones antagónicas. Lo que nos lleva a formular una inicial reflexión: no parece razonable que cuestión tan principal para el régimen de la más importante categoría de entidades de crédito españolas, como es la de su naturaleza, se vea sometida a criterios jurisprudenciales, cuya variedad es obvia.

Pero esa inseguridad propia de la modificación de los criterios jurisprudenciales lo que hace es denunciar el problema de fondo. Se está dejando en manos de nuestros tribunales una cuestión que el legislador no ha querido decidir.

## III. ¿UNA PERSPECTIVA SUPERADA?

La argumentación jurídica de la sentencia que comentamos incide sobre las cuestiones que vienen siendo debatidas en los últimos decenios siempre que se plantea la naturaleza de las cajas de ahorros. Esta observación no constituye una crítica a la óptica judicial adoptada, sino que intenta llamar la atención sobre lo que creemos que es el principal problema que afrontan las cajas en el

---

[6] Vid. el estudio de referencia de TAPIA HERMIDA, A.J., "Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros", en AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002* (coords. Sánchez Calero, F./Sánchez-Calero, J.), Cizur-Menor, 2003, p. 478 y ss.

[7] Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El buen gobierno de las cajas de ahorros", *AJA* 601 (27 de noviembre de 2003), pp. 1-6.

[8] Sobre el objetivo amplio que el buen gobierno corporativo persigue en las entidades de crédito vid. el apunte de HAFKE, H.C., "Anmerkungen zur Corporate Governance in der Kreditwirtschaft" en AA.VV., *Festschrift Hadding*, Berlín, 2004, pp. 846-866.

momento actual: el desfase cada vez mayor entre las características barajadas por la jurisprudencia de consideración imprescindible y la realidad de estas entidades. Dicho de una manera más clara, cuando el Tribunal Supremo repite los principios de la jurisprudencia constitucional que se inició veinte años atrás está adoptando una perspectiva superada en el momento actual.

Buena prueba de ello la tenemos en el carácter sumamente cuestionable de algunos de los razonamientos jurídicos recogidos en la sentencia, y en su contraste con los perfiles coetáneos de las cajas y con su actividad. De nuevo me veo obligado a matizar que esos razonamientos jurídicos no son los propios del Alto Tribunal, sino los que éste incorpora a partir de determinadas sentencias del Tribunal Constitucional, de las alegaciones de la Abogacía del Estado y de la legislación aplicable al caso. De tal manera que el reproche apuntado por el desfase con respecto a la realidad social de las cajas debe orientarse contra dichos razonamientos.

Mas con carácter previo a esa labor, no está de más destacar una contraposición que inicia el discurso de la sentencia. Ésta se advierte al inicio del fundamento tercero, en donde tras recordar la unánime atribución a las cajas de su *"naturaleza de entidades financieras y crediticias"*, se continúa advirtiendo que, *"sin embargo, sus actuaciones están orientadas a la consecución de fines de interés público"*. La forma en que se ha planteado esa contraposición sugiere una incompatibilidad entre el estatuto de entidad de crédito y la consecución de intereses públicos, que no puede compartirse, pues basta con recordar la tradicional admisión en nuestro ordenamiento de entidades de tal naturaleza pública que comparten con otras privadas ese estatuto [9].

Comencemos por la jurisprudencia constitucional. Como es conocido, tras decantarse por afirmar el carácter privado de las cajas de ahorros [10] se añaden por el Tribunal Constitucional a continuación una serie de características definitorias: la decisiva condición de entidad de crédito, su actuación en un determinado ámbito territorial, su origen fundacional, la vinculación con las entidades públicas fundadoras y, por último, su *"marcado carácter social"* [11]. Es

---

[9] Así sucede con las entidades oficiales de crédito que aparecen en primer lugar en la definición de las entidades de crédito dada por el art. 1.2 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de julio.

[10] Vid. una recapitulación de la postura expresada en sucesivas sentencias en el ATC de 1 de julio de 2003 (RTC 2003, 224). También, la exposición que al respecto hace SÁNCHEZ CALERO, F., *La evolución...*, op. cit., pp. 6-12.

[11] Vid. SSTC 18/1984, de 7 de febrero (RTC 1984, 18), 49/1988, de 22 de marzo (RTC 1988, 49) —que cita la sentencia comentada— y 133/1989, de 19 de julio (RTC 1989, 133), entre otras.

esta última característica la que de una manera más decisiva ha influido en el debate que reseñamos. Su influencia ha sido la correspondiente a su propia e innegable imprecisión. La calificación como social de una actividad económica hoy en día resulta equívoca. Basta con traer a colación la omnipresente responsabilidad social corporativa que alcanza a todo tipo de empresas, incluso a aquellas con un perfil más acusadamente *"capitalista"*, como pudieran ser las grandes sociedades cotizadas. No es desdeñable al respecto que, de forma repetida, los rectores de algunas cajas vengan denunciando en los últimos años la *"intromisión"* de los bancos en ese ámbito de la actividad social, pues consideran con razón que con ello se desdibuja uno de los aspectos principales de la condición social atribuida a las cajas como característica definitoria de éstas.

En sus fundamentos jurídicos segundo y tercero la sentencia del Tribunal Supremo precisa en qué se traduce ese carácter social. Así, se cita en el primero de esos fundamentos la alegación del Abogado del Estado indicando que "*su intervención* (de las cajas) *en el mercado no se desarrolla con arreglo a los criterios de las empresas privadas, es decir, atendiendo única y exclusivamente a la mejor asignación de los recursos dentro de un ámbito en el que rige la Ley de la oferta y la demanda*". Esta alegación fue acogida por el Tribunal Supremo en el siguiente fundamento en el que, partiendo de la *"finalidad social"* de las cajas, se afirma que éstas dan "*prioridad a objetivos no siempre coincidentes con los que vendrían determinados por la simple aplicación de las reglas de libre mercado"*.

La más elemental observación de la oferta comercial que llevan a cabo las cajas de ahorros a través de su red de oficinas e *internet*, o el seguimiento de su actividad financiera o empresarial, directa o indirecta, hacen sumamente difícil compartir las afirmaciones anteriores. Se observa cómo esa actividad es prácticamente idéntica a la de las otras entidades de crédito con las que las cajas compiten. Otro tanto cabe decir acerca de la información que las cajas se ven obligadas a facilitar sobre sus resultados, cuyo formato de presentación y cuyo análisis y valoración por terceros se corresponde con los propios de otras entidades emisoras. En suma, resulta difícil ver en qué aspectos se alejan las cajas de las reglas de libre mercado en comparación con sus competidores.

La respuesta a esta cuestión parece venir dada por otras consideraciones contenidas en la sentencia del Tribunal Supremo. En ellas, de nuevo sobre la base de argumentaciones tomadas tanto de la jurisprudencia constitucional como de determinadas normas aplicables, aparece con una mayor nitidez ese enunciado de las cajas como entidades que mantienen criterios singulares de actuación en el mercado. Primero nos encontramos con otra de las ideas *"clásicas"*: las cajas no tienen ánimo de lucro. Así se destaca por el Tribunal Supremo, citando literalmente la STC 49/1988, de 22 de marzo. En segundo lugar, el Tribunal Supremo se fija en la legislación aplicable y, de manera particular, en

la Ley Andaluza de Cajas de Ahorros. En ella se proclama de manera tajante que la actividad de las cajas tiene una determinada orientación a favor de *"la consecución de fines de interés público, tales como el fomento del empleo, el apoyo a sectores productivos determinados, la protección y mejora del medio ambiente, el patrimonio cultural e histórico y la investigación"*, a lo que se suma el mandato de la misma norma para que las cajas de ahorro andaluzas destinen anualmente *"la totalidad de sus excedentes, que [...] no hayan de integrar sus reservas o sus fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, o no sean atribuibles a los cuota partícipes, a la dotación de un fondo para la creación y mantenimiento de su obra social"*.

La existencia de la obra social no es en sí misma un criterio determinante a la hora de perfilar el carácter público de las cajas. Como se indicó, esa calificación social es compartida en la vida económica actual por un número cada vez mayor de entidades indiscutiblemente privadas y de variada naturaleza (12). En mi opinión, ese enfoque de las cajas de ahorros que quedó plasmado en la jurisprudencia constitucional antes citada y, a partir de ella, en la legislación de las cajas de ahorros, se apoya sobre todo en el carácter de las cajas como personas jurídicas institucionales. Con respecto a las cajas la pregunta que cobra una importancia cada vez mayor es no sólo lo que son sino, sobre todo, de quién son las cajas de ahorros. Las personas jurídicas institucionales se caracterizan por eludir los esquemas participativos típicos de las personas jurídicas societarias, como se ha expuesto autorizadamente (13).

Ese carácter institucional y la ausencia de un dominio claro a través del patrimonio de la caja por parte de uno o más sujetos es lo que ha abonado el que con reivindicación de quien en su día fue entidad fundadora de la caja y con la invocación de la afección de un amplísimo catálogo de intereses, las cajas aparezcan como entidades dominadas por los partidos políticos, pues son quienes las controlan aunque no tengan ningún tipo de derecho patrimonial sobre ellas. En los últimos años se ha acrecentado este fenómeno hasta el punto de que las referencias a las cajas de ahorro y a sus rectores se hacen mediante la correspondiente indicación de la afiliación con tal o cuál partido. Precisamente, el Tribunal Supremo utiliza también este extremo en su razonamiento jurídico al resaltar *"la importante participación que los representantes de las entidades locales y autonómicas tienen en los órganos de las Cajas"*.

---

(12) Conviene recordar que también el principio de libertad de empresa se ve modulado por la función social de la propiedad (art. 38 CE); vid. STC 37/1987, de 26 de marzo. E igualmente habrá de recordarse que toda actividad empresarial está afectada por el principio de sumisión al interés general proclamado por el art. 128.1 de la misma Constitución.

(13) Vid. DÍEZ-PICAZO, L., "Sobre la naturaleza jurídica...", op. cit., pp. 448-451.

Es innegable que los defensores de la naturaleza pública de las cajas encuentran en esa circunstancia un argumento destacado a su favor. Lo es no tanto por su solidez como por su apariencia. El control de las cajas se presenta habitualmente bajo los mismos parámetros que los que rigen la formación de las mayorías en instituciones públicas de diversa naturaleza. La elección de tal o cual presidente depende del convenio entre uno y otro partido o, en otros supuestos, es el resultado de una mayoría absoluta favorable a un mismo partido. El paso siguiente en esa definición partidaria del control de las cajas también es conocido y repetido y consiste en el tránsito —en ocasiones sin solución de continuidad— desde las responsabilidades públicas hacia la máxima representación de una caja de ahorros. Además de llevar a cuestionar dónde queda en esas designaciones el criterio de la experiencia en la gestión de entidades de crédito presente en nuestra normativa, su fuerza identificativa de las cajas como dependientes de los poderes públicos es innegable. De ahí que, conscientes de esa connotación pública, se haya limitado legalmente el número de designaciones de esa procedencia (14) o se recomiende un cambio normativo de mayor calado, toda vez que la influencia de los partidos políticos en la formación de los órganos rectores de las cajas distorsiona seriamente su propia identidad (15).

## IV. ¿CARECEN LAS CAJAS DE AHORRO DE ÁNIMO DE LUCRO?

Llegamos a uno de los últimos puntos que aborda la sentencia comentada al recordar el perfil singular de las cajas. Se trata del ánimo o finalidad de lucro, del que se dice que aquellas carecen, al hilo de tal doctrina sentada por la ya citada Sentencia 49/1988, del Tribunal Constitucional, que sería un corolario de esa actuación al margen de las leyes o reglas básicas del libre mercado antes comentada y, en fin, de su finalidad social, que confirman las normas autonómicas de aplicación (en este caso el reformado art. 24 de la Ley 15/1999, de Cajas

---

(14) Me remito a la modificación del art. 2.3 de la LORCA introducida por parte de la Ley Financiera; vid. al respecto lo expuesto en SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las modificaciones en el régimen de las Cajas de Ahorro", en AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, cit., pp. 461-462.

(15) No es desdeñable la incidencia que sobre la naturaleza de las cajas puede tener la amplia definición que de las empresas públicas lleva a cabo el Proyecto de Ley de transparencia de las relaciones financieras entre las Administraciones Públicas y las empresas públicas, y de transparencia financiera de determinadas empresas. Tal definición, inspirada en el Derecho comunitario que se incorpora, considera empresa pública a aquélla en la que *"los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente, una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen"*. El Proyecto de Ley se encuentra terminando su tránsito por el Senado, con lo que su aprobación parece inminente (para más información sobre su tramitación, puede consultarse la página www.congreso.es).

de Ahorro de Andalucía, que el Tribunal Supremo transcribe en el fundamento tercero de su sentencia). La doctrina constitucional de la sentencia examinada creo que refleja de manera especialmente nítida la perspectiva superada por la realidad social y que hemos criticado en el apartado anterior.

La STC 49/1988 alejaba a las cajas del *"concepto tradicional de empresas"*, pues no llevan a cabo una distribución de beneficios y sus excedentes (sinónimo que trata de eludir, precisamente, el uso del término beneficio) deben dedicarse a la obra social. Afirmación que creemos que siendo ya discutible cuando se formuló (16), lo es en mayor medida en el momento actual.

Comencemos por recordar que la condición del ánimo de lucro como esencial a toda empresa (art. 2 CCo) admite múltiples matizaciones que, sin duda, permiten incluir a las cajas de ahorro en esa categoría, lo que de suyo ya apunta a su creciente mercantilización (17). El ánimo de lucro, conforme a esa concepción amplia, admite un entendimiento que va más allá de la mera retribución del capital, sin perjuicio de que la autorización de las cajas para emitir cuotas participativas acerque a las cajas a la tan clásica figura —para la solución capitalista— de la retribución al accionista (inversor).

Una segunda reflexión conduce a la vinculación entre el ánimo o la finalidad de lucro y la existencia de una ganancia al término del ejercicio. La obtención de ésta se da en todas las cajas. La rentabilidad y el incremento patrimonial por medio de los resultados son un objetivo deliberado y preferente en todas las cajas, así como en las demás entidades de crédito. Es esa conexión entre la rentabilidad sostenida y la solvencia la que ha inspirado la propia estrategia empresarial de las cajas. Baste con traer a colación dos tipos de actuaciones tan notorias por su extensión en estos años entre buena parte de las cajas como cuestionadas por sus riesgos: la toma de participaciones significativas en sociedades cotizadas y su intensa y variada presencia en el mercado inmobiliario. Ambas obedecen a una búsqueda de una mayor rentabilidad que permita el crecimiento y fortalecimiento de las cajas, a pesar de la dificultad que presenta mantener esa evolución sobre la mera base del desarrollo del negocio estrictamente bancario. A cualquier observador de la realidad de los mercados finan-

---

(16) Debe recordarse en este punto el voto particular de DÍEZ-PICAZO a la indicada STC 49/1988, cuyo razonamiento creemos que se ha demostrado certero a la vista de la realidad de la actividad de las cajas y de la evolución del propio ordenamiento jurídico.

(17) Resulta significativa muestra de esa mercantilización del régimen legal de las cajas lo establecido en el vigente Reglamento del Registro Mercantil —vid. sus arts. 81.1.g) y 260 a 276—, siendo de destacar la remisión que en el último precepto se hace a la aplicación supletoria, en las inscripciones relativas a cajas, de las reglas referentes a sociedades anónimas; vid. al respecto la monografía de MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.T., *Las inscripciones registrales de las cajas de ahorros,* Madrid, 2002, p. 36 y ss.

cieros le resulta obvio que las cajas han hecho de la afirmación de su rentabilidad y de la presentación de las ganancias obtenidas una ocasión que se ajusta a las formas y momentos propios de las sociedades cotizadas. Presentan y ensalzan —a la mínima ocasión propicia que se presente— los resultados alcanzados en cada trimestre, semestre o ejercicio anual, subrayan las plusvalías acumuladas o efectivamente realizadas y, en definitiva, todo ello sucede bajo los ritos generalizados en esos mercados (v. gr., ruedas de prensa convocadas al efecto, reuniones periódicas con analistas, etc.) y conforme al lenguaje y fórmulas evaluadoras idénticas —en su mayor parte— a las que en igual trance se utilizan para relatar los resultados de bancos o sociedades cotizadas [18].

Que ante esa realidad se siga argumentando —como hace la sentencia que comentamos con recuerdo de la doctrina constitucional— que las cajas no persiguen el lucro o la ganancia es un ejercicio de dogmatismo que la realidad se encarga de ridiculizar. Pocas pruebas tan sencillas y contundentes como las que ofrecen las Memorias e Informes Anuales. La posibilidad de que las cajas compitan en los mercados mediante sus respectivas cuotas participativas va a actuar como un acicate en esa búsqueda de una mayor rentabilidad como presupuesto de la mayor solvencia inherente al fortalecimiento de los recursos propios por esa vía.

Cuanto se ha dicho dista mucho de implicar un antagonismo frente a la finalidad social que se proclama de las cajas, y nos señala por el contrario el error de anteponer tal finalidad frente a la búsqueda de las ganancias. Sin éstas, satisfacer aquella finalidad deviene imposible. Sólo puede atenderse la obra social a partir de un resultado positivo del que se habrá deducido, como recuerda el art. 88 de la Ley andaluza, la partida correspondiente a las reservas o fondos genéricos de provisión (a los que se habrán sumado los exigidos por fondos específicos) y a los titulares de cuotas participativas. Tan es así que, se diga lo que se diga, la buena gestión de una caja tiene que apreciarse a partir de las ganancias o resultados positivos, siendo la atención a la obra social una cuestión subsidiaria y adjetiva.

---

[18] Al respecto, debo remitir al lector a las páginas web de nuestras principales cajas y, dentro de éstas, a los Informes Anuales correspondientes. A modo de extracto, me permitiré transcribir el párrafo introductorio que sobre los resultados obtenidos incluye el Informe de una de las principales Cajas: "*Grupo … ha obtenido en 2005 un* ***resultado neto atribuido*** *de … millones de euros, un …% superior al del ejercicio 2004. Este crecimiento se ha apoyado en el fuerte dinamismo del negocio bancario, en el incremento de los rendimientos de capital y de los resultados de las sociedades participadas y en el moderado aumento de los gastos. Todos los márgenes han crecido a tasas de dos dígitos, destacando el margen de explotación, con un avance del …%. El ratio de eficiencia ha mejorado en … puntos porcentuales y la rentabilidad sobre activos totales medios (ROA) se ha situado en el …%*".

Este cambio permite apreciar que, en el momento presente, las cajas realizan como actividad principal una labor de carácter empresarial similar a la que desarrollan los bancos. El Tribunal Constitucional, en su STC 10/2005, de 20 de enero de 2005 (19), al afrontar el problema de si resulta compatible exonerar a las cajas de un determinado impuesto sin lesionar el principio establecido en el artículo 14 de nuestra Constitución de igualdad de todos los españoles ante la Ley, aprecia la evolución de estas entidades cuando afirma que "*desde la inicial configuración de las cajas de ahorros como entidades benéfico-sociales se ha dado paso —en virtud del propio crecimiento y de la importancia actual de su actividad crediticia— a su consideración como entidades de crédito dentro del sistema financiero (STC 48/1988, de 22 de marzo, F. 2), donde ya no son los fines que hoy persiguen principalmente benéficos o benéfico-sociales, 'sino los propios de una entidad de crédito' (STC 49/1988, de 22 de marzo* , F. 6 in fine*), consecuencia del cambio cualitativo que han sufrido 'al haberse transformado su inicial actividad crediticia de carácter benéfico (crédito barato a las clases menesterosas) en actividad crediticia sometida a las Leyes del mercado comunes a ellas y a los demás intermediarios financieros' (STC 49/1988, de 22 de marzo, F. 7* in fine*), para ser en la actualidad, y por lo que ahora importa desde la aprobación de la Constitución, finalmente, 'entidades de crédito [que] se dedican a una actividad de especial delicadeza y riesgo no sólo para quienes la realizan sino también para quienes operan con ellas y para la estabilidad económica en general' (STC 49/1988, de 22 de marzo, F. 12)*".

La apretada síntesis que antecede —pues es obvio que se trata de una cuestión y de un problema de los que dependen ciertamente la naturaleza jurídica y la actividad de las cajas— sirve dentro de este comentario para formular una enmienda a la totalidad a uno de los argumentos que la sentencia del Tribunal Supremo acogió para reivindicar la naturaleza pública de las cajas de ahorro. No es cierto que éstas carezcan del ánimo de lucro. Lo tienen en términos que, si no son exactos, sí resultan próximos a los que rigen para otras empresas y, desde luego, para los otros tipos de entidades de crédito con las que compiten y constantemente se comparan. Cuestión diversa es que la legislación mantenga en materia de aplicación de resultados (es decir, en la asignación de las ganancias) la atención a la obra social que, de iniciativa fundacional y voluntaria, se ha convertido en característica destacada en el régimen legal de las cajas pero sin que ello conduzca, necesariamente, a la conversión de ésta en entidades públicas.

(19) RTC 2005, 10.

## V. CONCLUSIÓN

La sentencia de la Sala Tercera del Tribunal Supremo objeto del anterior comentario tuvo que abordar, una vez más, el debate sobre la naturaleza pública o privada de las cajas de ahorro, pronunciándose a favor de la primera opción. Basta esa observación para alertar sobre la inseguridad jurídica que rodea a estas entidades, expuestas a que su carácter sea repetidamente debatido y, con ello, a que puedan revisarse los aspectos esenciales de su actividad. La responsabilidad principal de esta situación radica en la consciente indeterminación legislativa de este punto, lo que abona que se recuperen argumentos que, acuñados por la jurisprudencia constitucional hace casi veinte años, reflejan una perspectiva hoy superada.

Las cajas son entidades privadas, al margen de que su historia fundacional esté vinculada con instituciones públicas, sus órganos rectores se hayan convertido en un mero reflejo de los resultados electorales y proyecten una imagen de pleno sometimiento a aquellas instituciones y, finalmente, al margen de que en sus ganancias se imponga la obligatoria aplicación parcial a su obra social. Frente a esas características, la evolución de las cajas apunta a su plena mercantilización, especialmente nítida al hilo de las reformas legislativas de ámbito estatal que, adoptadas en los últimos años, se centran en el tratamiento de las cajas como entidades de crédito y emisoras de valores.

# NOTICIAS

## 1. La Actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo: Ley 11/2006

### 1. Contexto y contenido de la Ley 11/2006

En el Derecho comunitario, la armonización de la regulación de los fondos de pensiones no es completa, sino que se limita al ámbito de la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de junio de 2003 relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo (vid. nuestra noticia en esta *RDBB* 92, 2003, pp. 245 y ss.).

En nuestro Ordenamiento, los fondos de pensiones de empleo son aquellos cuyo ámbito de actuación se limita al desarrollo de planes de pensiones del sistema de empleo. Son una de las dos clases de fondos de pensiones —junto a los fondos de pensiones personales que pueden integrar planes de pensiones del sistema asociado e individual— cuyo régimen se contiene en la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (art. 10.4, vid. nuestra noticia en esta *RDBB* 89, 2003, p. 423 y ss.) y en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero (art. 3.º 3 y arts. 63 y ss., vid. nuestra noticia en esta *RDBB* 94, 2004, pp. 239 y ss.).

La regulación española de los fondos de pensiones de empleo se había adaptado parcialmente a las exigencias de armonización derivadas de la Directiva 2003/41/CE mediante el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones. Sin embargo, los mandatos de armonización relativos a las actividades transfronterizas exigían dictar una norma con rango legal. Y eso es lo que se ha hecho mediante la Ley 11/2006, de 16 de mayo, de adaptación de la legislación española al régimen de actividades transfronterizas regulado en la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de junio de 2003 relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo (BOE n.º 117 de 17 de mayo de 2006), de la que damos noticia.

El contenido de esta Ley afecta, fundamentalmente, al Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, que modifica en dos sentidos: añadiendo un nuevo capítulo X referido a la "actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo" y reformando algunos otros preceptos

(art. 1.2, art. 11.6, art. 24.5, Disposición transitoria segunda, Disposición adicional quinta y Disposición final cuarta). Además, la Ley 11/2006 modifica la letra b del art. 69.2 del Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados sobre las competencias de ejecución de la normativa aseguradora por las Comunidades Autónomas.

Debe tenerse en cuenta que, en lo relativo al objeto principal de esta Ley 11/2006, que es la actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo, sus preceptos contienen disposiciones específicas que habilitan al Ministro de Economía y Hacienda para dictar normas de desarrollo reglamentario (arts. 38.6, 40.6 y 44.6 del TRLPFP).

## 2. Aspectos generales de la actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo

Debemos empezar por señalar que, dado que nos encontramos en el ámbito de desarrollo de la Directiva 2003/41/CE, la actividad transfronteriza será en todo caso intracomunitaria. A ello debemos añadir que la actividad transfronteriza de un fondo de pensiones de empleo se realizará mediante la integración de uno o varios planes de pensiones promovidos por empresas establecidas en Estados miembros distintos de aquel en el que está autorizado y registrado el fondo de pensiones en cuestión. Aplicando estos principios al caso español, existen dos posibilidades de actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo: en primer lugar, un fondo de pensiones de empleo autorizado y registrado en España podrá integrar uno o varios planes de pensiones para los trabajadores promovidos por empresas establecidas en otros Estados miembros y, en segundo lugar, un fondo de pensiones de empleo autorizado y registrado en otro Estado miembro podrá integrar uno o varios planes de pensiones para los trabajadores promovidos por empresas establecidas en España (art. 38.1 TRLPFP).

Una vez establecidas las posibilidades de actividad transfronteriza, debemos reparar en dos tipos de aspectos generales de ésta, regulados en la sección 1.ª del capítulo X del TRLPFP: en primer lugar, la definición de los elementos implicados en aquella actividad, que pueden ser objetivos o subjetivos, públicos o privados, y así el art. 37 define qué debe entenderse, en el ámbito de aquel capítulo, por fondo de pensiones de empleo, plan de pensiones, empresa promotora, autoridades competentes y Estado miembro de origen y de acogida. En segundo lugar, el establecimiento de los principios básicos de dicha actividad transfronteriza que afectan al proceso de diálogo necesario entre las autoridades de supervisión de los fondos y planes implicados, el necesario respeto a la legislación social y laboral de cada Estado miembro de acogida relativa a la organización de los sistemas de pensiones, la aplicación de las normas sobre inversiones de los fondos de pensiones establecidas en la legislación del Estado

miembro de origen, salvo excepciones, y los deberes de información a los partícipes y beneficiarios de los planes de pensiones integrados a través de las fronteras comunitarias (art. 38 TRLPFP).

### 3. Los "movimientos de salida" de los fondos de pensiones de empleo españoles hacia otros Estados comunitarios

Denominamos "movimiento de salida" a la situación en la que un fondo de pensiones de empleo autorizado y registrado en España integre uno o varios planes de pensiones para los trabajadores promovidos por empresas establecidas en otros Estados miembros (art. 38.1, pfo. 1.º).

Estos movimientos de salida se regulan en la sección 2.ª del capítulo X del TRLPFP que se ocupa, en primer lugar, de los requisitos para que un fondo de pensiones de empleo domiciliado en España pueda desarrollar la actividad transfronteriza intracomunitaria. Estos requisitos se refieren: por una parte, al fondo de empleo español, que deberá prever tal actividad en sus normas de funcionamiento y contar con la autorización de la DGSFP, y por otra parte, a los planes de pensiones extranjeros que se vayan a integrar, que deben ser planes de pensiones promovidos por empresas establecidas en otros Estados miembros, cuya legislación social y laboral sea aplicable a la relación entre la empresa y los trabajadores, excluyéndose los sistemas de pensiones obligatorios, los sistemas de reparto, las operaciones de gestión de fondos internos de las empresas, los sistemas de pensiones aplicables a trabajadores por cuenta propia y las prestaciones que no tengan carácter dinerario (art. 39 TRLPFP).

Una vez delimitado el ámbito de estos movimientos de salida, la sección 2.ª del capítulo X del TRLPFP se ocupa de su evolución en un orden cronológico que pasa por dos fases esenciales: la primera fase de integración de los planes de pensiones de empresas de otros Estados miembros en un fondo de pensiones de empleo domiciliado en España, respecto de la que se detallan las distintas comunicaciones que la entidad gestora del fondo debe remitir a la DGSFP y ésta a la autoridad competente del Estado miembro de acogida (art. 40); y la segunda fase de desarrollo de aquellos planes adscritos al fondo de empleo español, estableciéndose normas armonizadoras relativas al régimen de aportaciones, contingencias, prestaciones, movilidad y liquidez de los derechos consolidados y económicos; a los sistemas financieros y actuariales de capitalización individual; a las comisiones de control de los planes y del fondo; a las obligaciones de información a los partícipes y beneficiarios de los planes por la entidad gestora del fondo; a la cuenta de posición de aquellos planes en el fondo, y a la terminación de los planes extranjeros integrados (art. 41).

Por último, se establece el régimen de control y supervisión administrativa de los planes de pensiones de empresas de otros Estados miembros adscritos a fondos de pensiones domiciliados en España (art. 42).

### 4. Los "movimientos de entrada" de los fondos de pensiones de empleo extranjeros en España

Denominamos "movimiento de entrada" a la situación en la que un fondo de pensiones de empleo autorizado y registrado en otro Estado miembro integra uno o varios planes de pensiones para los trabajadores promovidos por empresas establecidas en España (art. 38.1, pfo. 2.º).

Estos movimientos de entrada se regulan en la sección 3.ª del capítulo X del TRLPFP que se ocupa, en primer lugar, de los requisitos necesarios para la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas establecidas en España a través de fondos de pensiones de empleo domiciliados en otros Estados comunitarios, lo que se llevará a efecto previa formalización de aquellos compromisos a través de un plan de pensiones de empleo acorde con la legislación española. A estos efectos, se establecen los preceptos del TRLPFP que se consideran disposiciones de la legislación social y laboral española que deben ser respetadas, en todo caso (art. 43).

Una vez delimitado el ámbito de estos movimientos de entrada, la sección 3.ª del capítulo X del TRLPFP se ocupa de su evolución en un orden cronológico que pasa por dos fases esenciales: la primera fase de integración de los planes de pensiones de empleo sujetos a la legislación española en fondos de pensiones de empleo domiciliado en otros Estados miembros, respecto de la que se detallan las distintas comunicaciones que el fondo de pensiones debe remitir a su autoridad nacional y que la comisión promotora del plan debe remitir a la DGSFP (art. 44); y la segunda fase de desarrollo de aquellos planes españoles adscritos al fondo de empleo extranjero, estableciéndose normas armonizadoras relativas al régimen de aportaciones, contingencias, prestaciones, movilidad y liquidez de los derechos consolidados y económicos; a los sistemas financieros y actuariales de capitalización individual; a las comisiones de control de los planes y del fondo; a las obligaciones de información a los partícipes y beneficiarios de los planes por la entidad gestora del fondo; a la cuenta de posición de aquellos planes en el fondo, y a la terminación y liquidación de los planes españoles integrados (art. 45). En particular, se establece el deber de que los fondos de empleo extranjeros que pretendan integrar planes españoles designen un representante, persona física o jurídica, con facultades para atender las reclamaciones y representar al fondo ante las autoridades judiciales y administrativas españolas, en particular, a los efectos de cumplir las obligaciones tributarias (art. 46).

Por último, se establece el régimen de supervisión del cumplimiento de la legislación social y laboral española en materia de planes de pensiones españoles adscritos a fondos de pensiones domiciliados en otros Estados comunitarios (art. 47) y la eventual colaboración de las autoridades españolas con

las autoridades de supervisión de los fondos de pensiones domiciliados en otros Estados miembros para la traba de activos de aquellos fondos de pensiones (art. 48).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 2. EE.UU.: SOBRE LA AMPLIACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DE LOS FRAUDES SOCIETARIOS

Cuando han transcurrido varios años desde que se pusieran de manifiesto en los años 2001 y 2002 los primeros síntomas de lo que luego resultó ser una oleada de escándalos societarios, los procedimientos judiciales posteriores están llevando a las autoridades supervisoras, a las acusaciones públicas y privadas y a los perjudicados a plantear distintas cuestiones vinculadas con el interés por hacer responsables penales, y sobre todo civiles, a otros grupos de sujetos más allá de los que hasta ahora se han visto afectados. Así, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) viene alertando sobre la dificultad de conseguir una razonable indemnización a favor de los inversores perjudicados si no se amplían los sujetos que resultan procesados por aquellas conductas. Lo que llaman "actores secundarios" o "outsiders" [al respecto ver el artículo de J. GIBEAUT, "Supporting Actor Role", *ABA Journal* (julio de 2006), pp. 12-14] comprende a los bancos de inversiones, auditores, asesores jurídicos, analistas de inversión, contables y otro tipo de profesionales implicados en el funcionamiento de los mercados de valores y en la difusión de información a ellos destinada.

Esa pretensión ha dado lugar a un debate esencialmente jurisprudencial, en la medida en que distintos Tribunales norteamericanos vienen pronunciándose en sentido diverso a ese respecto, si bien se destaca en particular la decisión dictada por un Juez federal en el sentido de que en la acusación la Fiscalía debería acreditar la implicación o el conocimiento del fraude, no bastando una simple alegación de conducta negligente. Ha habido pronunciamientos en sentido contrario que han sido sin embargo revisados por los Tribunales de apelación.

Lo cierto es que la pretensión acusatoria amplia se topa con un escenario jurisprudencial y legislativo que la limita. En primer lugar, a partir de la Sentencia del Tribunal Supremo estadounidense de 1994 (*Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*), en la que limitó a la SEC la legitimación para actuar contra los cómplices. En segundo término, el criterio jurisprudencial se vio ratificado por la aprobación en 1995 de la *Private Securities Litigation*

*Reform Act*, que exigía condiciones especiales para admitir acciones basadas en fraudes a través de los mercados de valores.

El colapso de Enron y algún otro supuesto de similar gravedad obligaron a replantearse esos criterios, que algunos consideran excesivamente rígidos a la hora de permitir la persecución de los responsables y la indemnización de los perjudicados. Así, una juez federal aceptó, en relación con la crisis de Enron, la acusación presentada por la SEC contra un banco, un bufete de abogados y contables, a los que acusaba de haber participado en ofertas públicas de venta fraudulentas, redactado documentos falseados destinados a la SEC, destruido documentos y vulnerado principios de contabilidad.

Lo que queda por ver es cuál de esas posiciones judiciales acaba imponiéndose. En todo caso, lo que parece merecer un respaldo mayoritario es la exigencia de que en la conducta de los acusados concurra una suerte de conciencia de la ilegalidad de los actos que están llevando a cabo o en los que están participando, lo que constituye el presupuesto para la reclamación de los daños o para la condena. Este elemento, conocido como *"scienter"*, ha sido tradicionalmente exigido por la jurisprudencia del Tribunal Supremo desde 1976, precisamente en el marco de los fraudes en los mercados bursátiles.

Es evidente que estamos ante una nueva perspectiva con la que se enjuicia la actuación de los diversos profesionales que, de una u otra forma, participaron en la gestación o supervisión de operaciones luego calificadas como fraudulentas. Una perspectiva que lógicamente tiende a ser más rigurosa y a considerar que la negligencia de esas profesiones, cuando no su abierta responsabilidad o complicidad en la comisión de los fraudes, está en el origen de éstos. Hasta ahora los principales perjudicados por esa nueva aproximación han sido los auditores, pero no faltan opiniones recientes que llaman la atención sobre el papel desempeñado por los abogados en esos fraudes societarios.

Tal es el punto de partida de otro reciente artículo (JOHNSON, C., "Look Who's Left Standing. Legal Penalties in Frauds Are Seldom Paid by Legal Advisers", *Washington Post*, 31 de agosto de 2006, p. D01), dedicado a analizar hasta qué punto existe una justificación al hecho de que, en la mayor parte de los supuestos, los abogados de las sociedades implicadas en fraudes no hayan resultado acusados. Porque que algunos abogados hayan respondido civilmente o que hayan resultado acusados en el ámbito penal no dejan de ser excepciones, en especial si se contrapone esa situación a la vivida por los auditores de las mismas sociedades o con las sanciones y condenas que han debido soportar los bancos de inversión y, por supuesto, los consejeros. La autora aporta algunos datos estadísticos que reflejan esa suerte de discriminación positiva de la que se han beneficiado los abogados y los bufetes. Así, entre 2002 y el momento actual, la SEC ha reclamado responsabilidades civiles a 34 abogados y se formuló acusación contra 13 abogados internos, mientras que

sólo en el caso Enron han sido 32 los directivos, contables y banqueros a los que se ha acusado.

Resulta imprescindible deslindar adecuadamente el alcance de la intervención de los abogados en operaciones que se revelan posteriormente como delictivas. El hecho de que éstas se lleven a efecto de manera parcial o total, a través de contratos o acuerdos, no implica, por sí mismo, una responsabilidad personal de los abogados que los han redactado. En primer lugar, porque convendrá recordar algo obvio, como es que en muchos supuestos resulta sumamente discutible deslindar lo que puede considerarse lícito y lo que no. Baste con remitir a la imprecisa formulación dentro de nuestro Código Penal de algunos de los delitos societarios y con recordar la jurisprudencia que con frecuencia desestima acusaciones sobre la base de esos preceptos. La responsabilidad penal del abogado y la civil accesoria del anterior requerirá acreditar una conducta propia del letrado en la que el desconocimiento de lo legalmente dispuesto o la intervención directa en los hechos sean de tal entidad que supongan una actuación que va más allá del estricto asesoramiento jurídico e implique una participación o complicidad delictiva conforme a lo dispuesto en nuestras leyes.

También es preciso recordar que los abogados suelen moverse y operar sobre la base de la información que reciben de otros sujetos. En el caso de las grandes sociedades, los abogados suelen estar condicionados por las indicaciones recibidas de los administradores y directivos y bancos de inversión. E igualmente, los abogados no suelen tener participación alguna en la aprobación o ejecución de los pactos y operaciones irregulares, en especial en todo lo relativo a la llevanza de la contabilidad o a la preparación de los estados financieros.

En todo caso, lo que resulta evidente es que el impacto que han tenido distintas crisis empresariales se va a traducir en una expansión de los sujetos a los que, en función de su actuación profesional, se va a pretender convertir en responsables civiles e, incluso, penales. Esa pretensión persigue, en lo inmediato, acrecentar la posibilidad de reparación del daño patrimonial, pero también se dirá que con ello se quiere establecer un mayor rigor en la actuación de esos profesionales como instrumentos preventivos de futuras irregularidades.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## 3. LIMITACIÓN POR EL TRIBUNAL SUPREMO ALEMÁN DE LA RESPONSABILIDAD DEL AUDITOR DE CUENTAS

Uno de los principales efectos de la evolución del Derecho de sociedades en los últimos años en el plano de las sociedades cotizadas en materia de responsabilidad es el relativo a la responsabilidad de los auditores de cuentas. Hechos conocidos han determinado que cada vez sea más amplia la responsabilidad de los encargados de la verificación contable, lo que ha alcanzado especial claridad en algunas situaciones de crisis internacionalmente reconocidas. En fecha reciente el Tribunal Supremo alemán ha tenido ocasión de volver sobre el tema, y en virtud de la Sentencia de 6 de abril de 2006 ha llevado a cabo una restricción al alcance de esa responsabilidad del auditor de cuentas [vid., RÖHRICH, R., "Einschränkungen der Wirtschaftsprüferhaftung gegenüber Dritten", *AG* 13-14 (2006), pp. 314-316]. Esta Sentencia tiene como principal interés su variación con respecto al criterio jurisprudencial mantenido sobre todo en la anterior Sentencia de 2 de abril de 1998, en la que el Tribunal Supremo alemán vino a señalar que la responsabilidad del auditor tenía como principal fundamento la confianza general que existía en los resultados de la verificación que llevan a cabo los auditores de cuentas. La responsabilidad vendría a ser la consecuencia de la frustración de esa confianza pública en el resultado de la actuación del auditor.

En el caso que nos ocupa, el Tribunal de instancia había estimado la demanda contra una firma auditora que había emitido un informe sin notas de alcance de tipo alguno, a pesar de que se advirtió luego que en las cuentas anuales se había producido una falsedad de importancia. La demandante era una sociedad que en el marco de la preparación de una oferta pública de venta se había comprometido a adquirir una participación del 51% en el capital de la sociedad cuya contabilidad estaba falseada.

Al justificar su decisión revocatoria de la del Tribunal inferior, el Tribunal Supremo comenzó indicando que resultaba incuestionable la intención del legislador en los últimos años de limitar o acotar el riesgo de responsabilidad de los auditores de cuentas. Conforme a esa intención legislativa, el Tribunal Supremo consideró un criterio inadecuado aquel que entiende que por la existencia de un contrato de auditoría se abre a cargo del auditor un riesgo de responsabilidad civil posible frente a una masa indeterminada de posibles inversores en las acciones de la sociedad auditada. En segundo lugar, y en una argumentación que nos parece discutible, el Tribunal Supremo alemán tomó en cuenta que la determinación de la responsabilidad del auditor debería partir de analizar en qué medida los inversores en las acciones de esa sociedad se habían visto influidos por los resultados de la auditoría. En concreto, se decía que no existía duda alguna en cuanto a la responsabilidad del auditor si el inversor hubiera llevado a cabo una relación previa con el auditor a los efectos de conocer cuál iba a ser el

resultado de esa auditoría cuando se estaba llevando a cabo ésta. Es un criterio que no parece convincente pero que, en definitiva, junto a lo anterior llevó al Tribunal Supremo a revocar la Sentencia condenatoria para el auditor y a descartar la acción de responsabilidad ejercitada contra él.

*Christi Amesti Mendizábal*

## 4. NOVEDADES SOBRE MEDIDAS CONTRA EL BLANQUEO DE CAPITALES

Con fecha 13 de mayo de 2006 se publicó en el BOE la *Orden EHA/1439/2006, de 3 de mayo, reguladora de la declaración de movimientos de medios de pago en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales.*

Esta Orden del Ministerio de Economía y Hacienda —que entrará en vigor a los nueve meses de su publicación en el BOE— pretende regular un ámbito sensible para la prevención del blanqueo de capitales cual es el de los medios de pago anónimos, según evidencian organismos como el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), y según se ha reconocido por diversas normas [como la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, y la Ley 19/2003, de 4 de julio, así como el Reglamento (CE) 1889/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005, y el Reglamento aprobado por Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, en la redacción dada por el Real Decreto 54/2005, de 21 de enero].

El ámbito de aplicación de la Orden se regula en su apartado primero y atañe a "*las personas físicas o jurídicas de naturaleza privada que, actuando por cuenta propia o de tercero, realicen los siguientes movimientos de medios de pago:*

*a) Salida o entrada en territorio nacional de moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe igual o superior a 10.000 euros por persona y viaje.*

*b) Movimientos por territorio nacional de medios de pago consistentes en moneda metálica, billetes de banco y cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cual-*

*quier medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago, por importe igual o superior a 100.000 euros. A efectos de la presente Orden, se entenderá por 'movimiento' cualquier cambio de lugar o posición que se verifique en el exterior del domicilio del tenedor de los medios de pago.*

*La presente Orden no será de aplicación a los cheques nominativos.*

*La referencia a medios de pago electrónicos no comprende las tarjetas nominativas de crédito o débito".*

Como Anexo a la Orden se publica el modelo único de declaración S-1 para considerar cumplida la obligación prevista en el artículo 3.9 de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, de declaración de movimiento de medios de pago, si bien está también disponible en las páginas web del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (http://www.sepblac.es), de la Agencia Estatal de Administración Tributaria (http://www.aeat.es) y de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (http://www.tesoro.es). Será íntegramente cumplimentado, firmado y presentado por la persona que transporte los medios de pago ante los Servicios de Aduanas cuando su importe sea igual o superior a 10.000 euros o su contravalor en moneda extranjera por persona y viaje, en su caso, con carácter previo al viaje si en el paso fronterizo no existen Servicios de Aduanas permanentes, pudiendo prestar su colaboración las entidades de crédito en determinados supuestos. El movimiento por territorio nacional de medios de pago por importe igual o superior a 100.000 euros o su contravalor en moneda extranjera también está sometido a la obligación de declaración a través del modelo S-1, que deberá presentarse ante las Dependencias Provinciales de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de Administración Tributaria, o, en determinados supuestos, en entidades de crédito registradas. En caso de omisión de declaración preceptiva o de falta de veracidad de los datos declarados, los Servicios de Aduanas o las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad del Estado podrán intervenir la totalidad de los medios de pago hallados, salvo, en su caso, un máximo de 1.000 euros por persona y viaje en concepto de mínimo de supervivencia.

Por otro lado, con fecha 10 de agosto de 2006, se ha publicado en el BOE la *Orden EHA/2619/2006, de 28 de julio, por la que se desarrollan determinadas obligaciones de prevención del blanqueo de capitales de los sujetos obligados que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior.*

Esta Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, que entrará en vigor a los seis meses de su publicación, regula estas actividades que han experimentado un notable desarrollo en los últimos tiempos —debido, entre otros factores,

al incremento del número de trabajadores inmigrantes en España (según datos que recoge la Orden, el número de extranjeros residentes se ha cuadruplicado en ocho años), los cuales remiten remesas a sus países de origen— y a causa de su vulnerabilidad respecto de conductas criminales vinculadas al blanqueo de capitales y a la financiación del terrorismo internacional.

Así, el artículo 1 dispone que el ámbito de aplicación de la Orden se extiende "*a todos los sujetos obligados en materia de prevención del blanqueo de capitales que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior respecto de las operaciones que no sean objeto de cargo o abono en cuenta del cliente en la entidad*", si bien no se regulan íntegramente tales actividades sino sólo en cuanto a determinadas obligaciones de prevención (para el resto se remite al Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre). El artículo 2 desarrolla la obligación de identificación de los clientes, estableciendo requisitos adicionales para las operaciones no presenciales. Durante seis años se deberán conservar los documentos relacionados en el artículo 3, esto es, los de identificación y los formularios o boletas de las operaciones. Finalmente, el artículo 4 establece principios precisos respecto de los procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para detectar, prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, los cuales deben ser implantados por los sujetos obligados en toda su red. Deben comprender, entre otras, la política de admisión y de identificación de clientes, la relación de operaciones susceptibles de estar particularmente vinculadas con el blanqueo de capitales (conforme al Catálogo de Operaciones de Riesgo aprobado por la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias), una descripción detallada de los flujos internos de información y de los procedimientos de detección y examen de operaciones sospechosas o inusuales, así como de las medidas para asegurar el conocimiento y verificación del cumplimiento de la normativa interna, detallándose, en el apartado 3 del artículo 4, las actuaciones mínimas que se considerarán adecuadas para los procedimientos de control interno (por ejemplo, centralizar la información, actualizar datos, detectar cambios en la operativa de clientes, impedir determinadas transacciones, etc.).

Este desarrollo normativo se encuadra en la lucha internacional contra el blanqueo de capitales. Precisamente, el 10 de mayo de 2006 la Comisión Europea para la Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo aprobó la propuesta de medidas técnicas para el desarrollo de la *Tercera Directiva 2005/60/EC, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2005* (que debe ser transpuesta antes del 15 de diciembre de 2007), propuesta que le fue presentada por la Comisión Europea.

La Directiva de 2005 se ha visto complementada también con la publicación en el DOUE de 4 de agosto de 2006 de la *Directiva 2006/70/CE, de la Comisión, de 1 de agosto de 2006, por la que se establecen disposiciones de*

*aplicación de la Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a la definición de "personas del medio político" y los criterios técnicos aplicables en los procedimientos simplificados de diligencia debida con respecto al cliente, así como en lo que atañe a la exención por razones de actividad financiera ocasional o muy limitada.*

Asimismo, en el BOE de 19 de julio de 2006 se publicó el *Instrumento de ratificación de la Convención de las Naciones Unidas contra la corrupción, hecha en Nueva York el 31 de octubre de 2003*. A este respecto, con el objeto de luchar contra la corrupción y otras formas de delincuencia organizada, la Convención regula diversos aspectos del blanqueo de capitales —como las medidas de prevención, el blanqueo y la detección de transferencias del producto del delito, los mecanismos de recuperación de bienes mediante la cooperación internacional para fines de decomiso, o la restitución y disposición de activos— en sus artículos 14, 23, 52, 54 y 57.

Por otro lado, la eficacia de todas estas medidas se ha visto reforzada con la aprobación de normas específicas de carácter procesal. Así, por ejemplo, la *Ley 18/2006, de 5 de junio, para la eficacia en la Unión Europea de las resoluciones de embargo y de aseguramiento de pruebas en procedimientos penales*, y la *Ley Orgánica 5/2006, de 5 de junio, complementaria de la Ley para la eficacia en la Unión Europea de las resoluciones de embargo y de aseguramiento de pruebas en procedimientos penales, por la que se modifica la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial*, publicadas ambas en el BOE de 6 de junio de 2006. Se pretende promover la agilización en la tramitación de procedimientos penales (entre otros, de delitos relativos al blanqueo de capitales y a la financiación del terrorismo) a través de la cooperación directa entre órganos jurisdiccionales de diferentes Estados miembros. Dentro de estas iniciativas se encuadra igualmente la *Ley 16/2006, de 26 de mayo, por la que se regula el Estatuto del Miembro Nacional de Eurojust y las relaciones con este órgano de la Unión Europea*, que se orienta a la colaboración entre Estados miembros para la persecución de formas graves de criminalidad, normalmente vinculadas a la delincuencia organizada, a través de representantes permanentes como el Miembro nacional de Eurojust o los magistrados de enlace.

Por último, interesa hacer referencia al Anteproyecto de Ley de Reforma del Código Penal presentado en julio pasado por el Ministro de Justicia al Consejo de Ministros y actualmente en fase de informe. En lo que se refiere a la materia examinada en esta noticia, conforme a esta nueva regulación se incrimina a las denominadas "sociedades tapadera" y se amplían las facultades de los órganos judiciales para la investigación patrimonial en las piezas de responsabilidad civil y para el decomiso de patrimonio de condenados en delitos de criminalidad organizada que no puedan justificar legalmente el enriquecimiento, y se penaliza asimismo la corrupción en el sector privado, creando una suerte de delito de "cohecho privado".

En relación con este asunto, pueden ser de interés algunas noticias publicadas en esta Revista (vid., por ejemplo, GUILARTE GUTIÉRREZ, *RDBB* 101, pp. 245-246, o DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, *RDBB* 91, pp. 329-331).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## 5. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

### 1. Creación y régimen

El Mercado Alternativo Bursátil (en adelante, MAB) surge, principalmente, para satisfacer la necesidad de disponer de un ámbito adecuado para la negociación de las acciones y otros valores emitidos por las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC) o por entidades de reducida capitalización o de otros valores que requieran un régimen específico de cotización.

En efecto, el MAB nace, principalmente, de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva (ver nuestra noticia en la *RDBB* n.º 93, 2004, pp. 175 y ss.), que eliminó la exigencia de que las acciones de las sociedades de inversión de capital variable (en adelante, SICAV) estuvieran admitidas a cotización oficial (sobre esta exigencia y el régimen de las SIMCAV en la anterior normativa ver nuestro manual *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 145 y ss.) y, en su art. 33, remitió al desarrollo reglamentario el establecimiento de "los diferentes procedimientos que doten de liquidez a las acciones de las SICAV". En desarrollo de esta previsión legal, el Reglamento de aquella Ley (vid. nuestra noticia en la *RDBB* 101, 2006, pp. 252 y ss.) estableció, por una parte, las reglas especiales para la admisión en bolsa de las acciones de las SICAV (art. 52), el régimen de adquisición y venta de dichas acciones fuera de Bolsa (art. 53) y la previsión de otros procedimientos de liquidez diciendo que "las SICAV podrán solicitar que sus acciones se incorporen a un mercado o sistema organizado de negociación de valores" (art. 54).

Visto lo anterior, el Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2005, a propuesta de la CNMV y conforme a lo previsto en el art. 31.4 de la LMV, autorizó la creación de un sistema organizado de negociación, de ámbito nacional, de valores e instrumentos financieros de entidades de reducida capitalización, acciones y otros valores emitidos por IIC y otros valores que requieran un régimen singularizado, denominado MAB (vid. art. 1 Reglamento MAB) (para una explicación detallada de las características y formas de contratación en el MAB vid. *Bolsa de Madrid,* abril, 2006, pp. 15 y ss.).

El MAB se regirá por las disposiciones generales relativas a los mercados y sistemas organizados de negociación de valores derivadas del art. 31.4 de la LMV y por sus normas específicas, contenidas en su Reglamento, en las Circulares aprobadas por su Consejo de Administración y en las Instrucciones Operativas de su Comisión de Supervisión (art. 6 Reglamento MAB).

### 2. Estructura: valores negociados y sujetos del mercado

a) Elementos reales: según hemos visto, podrán incorporarse al MAB los valores e instrumentos financieros emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización, acciones y otros valores emitidos por IIC y otros valores que, por sus especiales características, requieran un régimen singularizado de contratación, compensación, liquidación y registro, alternativo al que se les aplicaría si estuviesen admitidos a negociación en Bolsa (vid. art. 4 Reglamento MAB).

El título III del Reglamento MAB (arts. 10, 11 y 12) establece el sistema de incorporación de valores e instrumentos financieros a dicho mercado y de suspensión de contratación y exclusión de negociación de éstos.

b) Elementos personales: la estructura subjetiva del MAB se ordena en dos niveles:

— Por una parte, los miembros del mercado que serán las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que, estando interesadas en participar en el MAB, dispongan de los medios personales y técnicos exigidos (art. 3 Reglamento MAB). En concreto, son miembros del MAB los del mercado de acciones (sociedades y agencias de valores y entidades financieras) que están admitidos en el MAB y que pueden actuar en las dos modalidades de negociación a las que después nos referiremos. Además, se contemplan las entidades participantes y los miembros compensadores (sobre el estatuto jurídico de los miembros del MAB vid. título II, arts. 7, 8 y 9, Reglamento MAB).

— Por otra parte, los órganos del gobierno del MAB, integrados por su consejo de administración, el comité de coordinación e incorporaciones, la comisión de supervisión y el director gerente (vid. título IV, arts. 13 a 16, Reglamento MAB).

### 3. Funcionamiento: negociación

El régimen jurídico de la negociación en el MAB abarca cuatro aspectos fundamentales:

a) La contratación, que estará reservada a sus miembros y que se ajustará tanto a las normas generales del mercado español de valores como a las normas especiales que establezcan sus circulares e instrucciones operativas; garantizándose en todo caso la transparencia, integridad y supervisión de la negociación (vid. título V, artículos 17, 18 y 19, Reglamento MAB).

En concreto, el MAB tiene básicamente dos modalidades de negociación: la modalidad de negociación mediante fijación de precios únicos o "fixing", que permite a los agentes introducir en el sistema órdenes limitadas por lo mejor o de mercado; y la modalidad "valor liquidativo", que garantiza a los agentes la posibilidad de comprar o vender al valor liquidativo de la sesión en que se introduzcan en el sistema las órdenes, valor liquidativo que se determina e informa por la sociedad gestora correspondiente para cada SICAV. A su vez, esta segunda modalidad admite tres variedades operativas.

Por otro lado, el MAB admite varios tipos de órdenes: órdenes de mercado, en las que no se especifica límite de precio y tienen prioridad máxima en una subasta; órdenes por lo mejor, que quedan limitadas al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes; órdenes limitadas, a ejecutar a su precio límite o mejor; y órdenes de volumen oculto, que pueden ser de los tres tipos anteriores. Además, existen las posiciones a valor liquidativo que introducen únicamente el sentido de compraventa del valor SICAV pero no indican el precio.

b) La compensación y liquidación de operaciones y registro de valores: las operaciones del MAB serán liquidadas y compensadas a través del procedimiento establecido por la Sociedad de Sistemas, y el registro de los valores e instrumentos financieros que se negocien en el MAB —representados por anotaciones en cuenta— se acomodará al procedimiento establecido igualmente por la Sociedad de Sistemas y los servicios de registro de las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia (vid. título VII, arts. 23 y 24, Reglamento MAB).

c) La difusión de información: la transparencia del MAB se proyecta tanto en la información relativa a las entidades emisoras de los valores e instrumentos financieros que en él se negocian, en particular la información exigible por la legislación de las SICAV emisoras y la adicional que pueda exigírseles, como en la información diaria que difundirá el propio MAB relativa a los datos más significativos de la negociación, tales como los precios a los que se hayan efectuado las operaciones, los valores liquidativos de las acciones y otros instrumentos de las IIC, los volúmenes de contratación, etc. (vid. título VI, arts. 20, 21 y 22, Reglamento MAB).

d) La resolución de controversias: que, sin perjuicio de las vías jurisdiccionales o arbitrales, podrá seguir el cauce previsto ante la Comisión de Reclamaciones, ante la que los miembros del MAB, los inversores, los clientes de los

miembros y las demás personas interesadas podrán formular las quejas que tengan en relación con el funcionamiento del propio Mercado o de sus miembros (vid. título VIII, art. 25, Reglamento MAB).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 6. APROBADA LA DIRECTIVA QUE REFUNDE EL RÉGIMEN LEGAL EN MATERIA DE ACTIVIDAD DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Los aspectos principales de la actividad de las entidades de crédito europeas habían sido contemplados ya en la Directiva 2000/12/CE, que ha sido objeto desde entonces de distintas modificaciones. Con el ánimo de actualizar y ofrecer una mejor ordenación sistemática de una regulación tan importante, se ha aprobado la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DOUE L 177, de 30 de junio de 2006, p. 1 y ss.).

Como se indica en los propios Considerandos de la Directiva ésta está llamada a ser el instrumento normativo esencial para la consecución del mercado interior en relación con la libertad de establecimiento y de prestación de servicios de las entidades de crédito. Para ello, la Directiva avanza en lo que es un tratamiento armonizado o coordinado de las distintas clases de entidades de crédito, a salvo de algunas excepciones que puedan estar justificadas en algunos Estados miembros en función de las características particulares de determinadas entidades. La refundición no se limita a contemplar los aspectos más sustanciales del establecimiento y libre prestación de servicios de las entidades de crédito, sino que propiamente constituye una auténtica ley bancaria que se ocupa de la supervisión de las entidades en el ámbito europeo y, dentro de ésta, de la determinación de los fondos propios de las entidades.

*Fernando Barco*

## 7. DISCREPANCIAS EN CUANTO AL TRATAMIENTO DE LOS "WHISTLEBLOWERS"

La regulación del gobierno corporativo presenta en gran medida una manifiesta aproximación entre las normas vigentes en los distintos Estados y mercados. Es notorio que la adopción por Estados Unidos de la Ley *Sarbanes-Oxley* y

su posterior desarrollo se han proyectado en distintos aspectos sobre las medidas adoptadas en otros mercados. Sucede, sin embargo, que algunos de los aspectos de esa nueva regulación no ya sólo no han sido objeto de una incorporación en otros ordenamientos europeos, sino que se comienza a advertir la evidente contraposición con respecto a los principios informadores de alguno de esos ordenamientos [vid., WEBER-REY, D., "Whistleblowing zwischen Corporate Governance und Better Regulation", *AG* 11 (2006), pp. 406-411]. Tal sucede en el caso de los que se conocen como *whistleblowers*, que han pasado a ser un concepto legislativo en sentido estricto en la ley estadounidense antes citada, y que implican un tratamiento particular de aquellas personas que, en función de su posición actual o anterior en una sociedad cotizada, llevan a cabo la denuncia de actuaciones que se consideran fraudulentas o irregulares.

La introducción en la Ley *Sarbanes-Oxley* de distintas previsiones con respecto a los *whistleblowers* no ha dejado de plantear problemas desde la perspectiva internacional, en particular por la inviabilidad de pretender la vigencia de esa norma fuera del territorio de los Estados Unidos, y además por su frontal colisión con algunos preceptos vigentes en otros Estados [la colisión entre los ordenamientos estadounidense y europeo ha sido acertadamente sintetizada en el artículo de GIBEAUT, J., "Culture Clash", *ABA Journal* (mayo de 2006), pp. 10-12].

Lo primero que conviene señalar es que la Ley *Sarbanes-Oxley* establece distintas referencias con respecto a los *whistleblowers*. La primera de ellas la encontramos en su Sección 301, que en relación con los comités de auditoría establece cambios en la *Securities Exchange Act* de 1934 y, en particular, la que aparece en su apartado 4, que impone a los comités de auditoría el establecimiento de un procedimiento que sirva para poder recibir y tratar de manera anónima las denuncias que también pueden presentarse con tal carácter por parte de los empleados con respecto a criterios aplicados en materia de contabilidad o de auditoría.

En segundo lugar nos encontramos con que la Sección 307 contiene reglas referidas a la responsabilidad profesional de los abogados de las sociedades cotizadas, a los que se impone el deber de denunciar ante el Director de la asesoría jurídica de la empresa o ante el Consejero delegado o cualquier cargo equivalente las evidencias que hayan conocido en función de su cargo y que supongan una vulneración de las normas de los mercados de valores o, como dice la citada Sección, la infracción de los deberes fiduciarios. En el caso de que ante su denuncia advierta que no hay una respuesta adecuada por parte de los directivos a los que informó de esa posible vulneración, se le impone al abogado el deber de informar de ello al comité de auditoría del Consejo de administración.

Finalmente, la Sección 806 de la Ley *Sarbanes-Oxley* se dedica a ofrecer a los *whistleblowers* una protección especial ante cualquier tipo de posible repercusión negativa o represalia que pudiera plantearse la sociedad contra ellos en el ámbito laboral, de manera que se impone a éstas un deber de abstenerse de cualquier tipo de discriminación o de medida negativa contra el *whistleblower*, al que además se le reconoce el derecho de reclamar daños específicos de cualquier medida de esa naturaleza.

En definitiva, la vigencia de la Ley *Sarbanes-Oxley* plantea a las sociedades cotizadas americanas y a sus empleados un deber de denuncia de especial alcance. El problema se ha planteado de manera particularmente intensa en relación con las sociedades filiales o con los establecimientos de esas mismas sociedades cotizadas estadounidenses fuera del territorio norteamericano. Es aquí donde se está produciendo el conflicto entre las disposiciones contenidas en la citada Ley y las disposiciones vigentes en los Estados europeos en materia de protección de datos y también en materia laboral, que suponen una limitación sustancial a la posibilidad de que un empleado o directivo lleve a cabo una denuncia en los términos requeridos por la Ley *Sarbanes-Oxley.* Mientras que la *Securities Exchange Commission* ha defendido la aplicación extraterritorial de la Ley *Sarbanes-Oxley* de tal manera que es exigible que los empleados y directivos de empresas americanas fuera de Estados Unidos también actúen como *whistleblowers*, existen criterios jurisprudenciales de algunos Tribunales americanos que se han manifestado en contra de esa opción.

En el artículo que reseñamos nos encontramos con la referencia a la decisión adoptada por la Corte de Apelación de Boston, en relación con un empleado de una empresa farmacéutica, en la que el Tribunal mantuvo un criterio contrario a que la denuncia llevada a cabo fuera de Estados Unidos por un empleado de una sociedad cotizada americana estuviera amparada por los deberes exigidos por la Ley *Sarbanes-Oxley.* En ese supuesto, el Tribunal entendió que faltaba en esta Ley el requisito de un pronunciamiento legislativo expreso a favor de que las medidas de tutela a los *whistleblowers* que contempla la Ley *Sarbanes-Oxley* también debieran aplicarse fuera de Estados Unidos. Faltando esa mención, en el caso en cuestión, que consistía en la denuncia llevada a cabo por el empleado argentino que actuaba en la filial de un país sudamericano y en interés de una sociedad cotizada norteamericana, contara con esa protección. Sucede que, desde ese punto de vista, el criterio jurisprudencial aparece como una limitación sustancial a la vigencia de los mecanismos de denuncia intrasocietarios que contempla la Ley *Sarbanes-Oxley.*

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## 8. NOVEDADES SOBRE LAS PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA

Con fecha 27 de mayo de 2006 fue publicada en el BOE la *Ley 13/2006, de 26 de mayo, por la que se deroga el régimen de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas establecido por la Ley 5/1995, de 23 de marzo, y sus disposiciones de desarrollo y ejecución.*

Tal y como se expone con detalle en el Preámbulo de la Ley, el objeto de dicha regulación es dar debido cumplimiento a la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 13 de mayo de 2003 (asunto C-463/00), en la que fueron declarados contrarios a Derecho comunitario los preceptos de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, evitando de este modo la inminente imposición a España de sanciones *ex* artículo 228.2 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, así como *"dar la solución que un análisis objetivo y realista de la situación actual muestra como más adecuada"*.

De esta forma, conforme al artículo único de la Ley 13/2006, quedan derogadas la Ley 5/1995 y las disposiciones adicionales vigésimo quinta y vigésimo sexta de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social (mediante las que se había llevado a cabo una extensa reforma, pero no la derogación, de la anterior), así como las normas reglamentarias de desarrollo.

La Comisión Europea ha tomado nota de la nueva regulación y, según comunicó con fecha 19 de julio de 2006, ha archivado el procedimiento iniciado contra España en relación con la denominada "Ley de Privatización" en cuanto se mantenían medidas restrictivas de autorización administrativa previa a determinadas operaciones societarias respecto de Repsol, SA, Telefónica de España, SA, Telefónica Servicios Móviles, SA, Argentaria, Tabacalera, SA y Endesa.

Desaparece así del ordenamiento jurídico español la llamada "acción de oro", tan cuestionada en los últimos años en toda Europa.

Por otro lado, con fecha 6 de junio de 2006, se publicó en el BOE la *Ley 20/2006, de 5 de junio, de modificación de la Ley 5/1996, de 10 de enero, de creación de determinadas entidades de derecho público*. En lo que parece un paso atrás en el proceso privatizador, se lleva a cabo la primera reforma del régimen legal de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) desde 1997. Así, esta entidad nacida como sucesora del Instituto Nacional de Industria (INI), creado en 1941 como columna vertebral del sector público español, ve modificado su régimen financiero, introduciéndose la posibilidad de que sea financiada con cargo a los Presupuestos Generales del Estado y suprimiéndose la prohibición de que la SEPI y las empresas de su Grupo puedan recibir aportaciones o garantías de las Administraciones Públicas. Además, podrán emitir valores de renta fija y acciones rescatables, y acogerse al régimen

de tributación consolidada en tanto no se amortice íntegramente la deuda generada por el INI.

Como ilustración de los antecedentes de este asunto, puede resultar de interés el trabajo publicado por SALAZAR y HERNÁNDEZ en esta Revista (*RDBB* 97, pp. 97-134).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## 9. LA REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES POR LA LEY 12/2006

1. En el BOE n.º 117, de 17 de mayo de 2006, se ha publicado 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. La mera lectura del título de esta Ley —que entró en vigor el 18 de mayo de 2006 (Disposición Final Tercera)— da idea de que nos encontramos ante una nueva muestra no solo de "motorización legislativa", sino de regulación heterogénea y fragmentaria del sector financiero.

2. En lo que a esta noticia interesa, el artículo 2.º de la Ley 12/2006 contiene diversas modificaciones del articulado de la Ley del Mercado de Valores que responden a tres objetivos de tipo comunitario e interno que pasamos a exponer.

3. El primer objetivo consiste en transponer a nuestro Ordenamiento los mandatos armonizadores contenidos en el artículo 6.9 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (vid. nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 91, 2003, pp. 232 y ss.) y en los artículos 7 a 11 de la Directiva 2004/72/CE de la Comisión. Estos preceptos se refieren a la obligación de notificar a la autoridad competente las operaciones sospechosas de abuso de mercado que tiene toda persona que en el marco de su actividad profesional efectúe operaciones con instrumentos financieros.

En consecuencia, el artículo 2.º 4 de la Ley 12/2006 añade un nuevo artículo 83 quáter a la Ley del Mercado de Valores, que se refiere a la "comunicación de operaciones sospechosas" y en el que se impone a las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros la obligación de avisar a la CNMV, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios

razonables de que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios. El precepto establece las entidades obligadas a efectuar dicha comunicación, la forma y el contenido de ésta y los deberes de secreto profesional consiguientes.

4. El segundo objetivo consiste en completar la regulación de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA o de cualquier otra entidad que en el futuro pueda hallarse en la misma situación para dotarla de una mayor flexibilidad en su funcionamiento.

Para ello, el artículo 2.º 3 de la Ley 12/2006 modifica el artículo 48.1 de la Ley de Mercado de Valores suprimiendo las restricciones a la tenencia de las participaciones accionariales en el capital de dichas sociedades y los controles administrativos sobre los derechos inherentes a aquellas participaciones y los aumentos, reducciones y enajenaciones de capital.

5. El tercer objetivo consiste en aclarar y homogeneizar el régimen de participaciones significativas en las sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles.

Para ello, el artículo 2.º de la Ley 12/2006 modifica tres preceptos de la Ley de Mercado de Valores: su apartado 1 modifica el artículo 31.6 para detallar tanto el concepto de participación significativa en este caso —que es la que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 1% del capital o de los derechos de voto de la sociedad o la inferior que permita ejercer una influencia notable—; como las facultades de oposición que corresponden al Ministro de Economía y Hacienda y a la CNMV. Su apartado 2 modifica el artículo 44 bis.3 para adaptar el régimen general de control de participaciones significativas antes señalado a la Sociedad de Sistemas. Por último, el apartado 5 modifica la Disposición Adicional 17.ª sobre la posibilidad del Gobierno de autorizar —previo informe de la CNMV, oídas las Comunidades Autónomas competentes y a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda— que una o varias entidades adquieran, directa o indirectamente, la totalidad del capital o una participación de control sobre todas o algunas de las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles.

6. En conclusión, siendo convenientes o necesarias e incluso obligadas —por imperativo comunitario— las modificaciones que en la Ley de Mercado de Valores introduce la Ley 12/2006, es lo cierto que las oleadas sucesivas de reformas parciales de aquélla dañan la coherencia de su estructura original y causan problemas colaterales de seguridad jurídica.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

# BIBLIOGRAFÍA

# DERECHO BANCARIO

## — Obras generales

GESCHWANDTNER, "Zur Erweiterung des § 44 Abs. 1 Satz 2 KWG", en *WM* n.º 48 (2005), p. 2257.

HOPT, K.J., *Handelsgestzbuch. Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht,* 32.ª ed., Munich (2006), 2135 pp.

ROSSI, G., "La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa", en *Rivista delle Società,* fasc. 1.º (2006), p. 1.

## — El movimiento legislativo en materia bancaria en otros países

ABADESA, P., "Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio", en *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.º 4 (2005), p. 535.

PELLEGRINI, C., "Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario", en *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.º 4 (2005), p. 547.

## — Normativa de la UE en materia bancaria

AA.VV., Monográfico sobre la fiscalidad del ahorro, en *Noticias de la Unión Europea* n.º 254 (2006) pp. 3-136.

COMPORTI, C., "I conflitti di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi finanziari", en *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.º 4 (2005), p. 593.

LEIBLE/HOFFMANN, "Grenzüberschreitende Vorschmelzungen im Binnenmarkt nach 'Sevic'", en *RIW* n.º 3 (2006), p. 161.

NÄGEL, "Die Richtlinie zur grenzüberschreitenden Verschmelzung", en *NZG* n.º 3 (2006), p. 97.

OECHSLER, "Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien", en *ZHR* n.º 1 (2006), p. 72.

OECHSLER, "Die Richtlinie 2005/56/EG über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten", en *NZG* n.º 5 (2006), p. 161.

SANTARELLI, U., "Dal povero al mercante. Le premesse lontane del rapporto tra banche islamiche e disciplina bancaria europea", en *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.º 4 (2005), p. 525.

TEICHMANN, "Binnenmarktmobilität von Gesellschaften nach 'Sevic'", en *ZIP* n.º 8 (2006), p. 355.

— **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

OELKE, "Der neue Entry Standard Index der Deutschen Börse-ein Instrument der Mittelstandsfinanzierung", en *BKR* n.º 1 (2006), p. 7.

ZIMMERMANN, "Quo vadis § 18 KWG: Wie entwicklet sich ein neuer Standard?", en *BKR* n.º 1 (2006), p. 10.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

PELLEGRINI, M., "Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari. Aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali", en *Banca Borsa Titoli di Credito,* n.º 1, parte 1.ª (2006), p. 57.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

WÖRNER/FLACKE/LOTZ, "Ansätze zur Strukturierung einer True-Sale-Verbriefung von Non-Performing Loans für deutsche Banken", en *ZBB* n.º 6 (2005), p. 426.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ALPA, G./GALLETTO, T., *Processo, arbitrato e conciliazione nelle controversie societarie, bancarie e del mercato finanziario,* Milán (2004), pp. XVI-472.

ALPA, G./PATTI, S./CARICATO, C./SCARPELLO, A., *Repertorio di giurisprudenza sulle calusole vessatorie nei contratti dei consumatori,* Milán (2004), pp. XII-166.

AZZARO, A.M., *Contratto e mercato,* Turín (2004), 166 pp.

DELFÍN, F., *Il commercio eletronico,* Padua (2004), pp. X-294.

FERRO-LUZZI, F., *Del preambolo del contratto,* Milán (2004).

GIANFELICI, E./GIANFELICI, F., *Le misure contro l'usura. Banche e tassi usurari,* 2.ª ed., Milán (2005), pp. XXIV-358.

PISCITELLO, P., "Considerazione sulle posizioni soggettive del cliente nei contratti bancari", en *Rivista del Diritto Commerciale* (abril-junio 2005), p. 255.

PRESTI, G., "Gli accordi di ristrutturazione dei debiti", ", en *Banca Borsa Titoli di Credito,* n.º 1, parte 1.ª (2006), p. 16.

SPENA, A./GIMIGLIANO, G., *Gli Istituti di moneta elettronica,* Milán (2005), pp. VIII-210.

— **CUENTA CORRIENTE**

CAVALLI, G., "Considerazione sulla revocatoria delle rimesse in conto corrente bancario dopo la riforma dell'art. 67, legge fallimentare", en *Banca Borsa Titoli di Credito,* n.º 1, parte 1.ª (2006), p. 1.

MARTÍNEZ NADAL, A., "El artículo 79 de la Ley 22/2003 y la problemática jurídica de las cuentas bancarias indistintas en caso de concurso", en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 4 (2006), p. 211.

— **GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

CARRASCO PERERA, A., "Cartas de patrocinio y garantías independientes en el

concurso", en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 4 (2006), p. 91.

MIROW, "Die Kündigung harter Patronatserklärungen durch die Konzernobergesellschaft", en *Der Konzern* n.º 2 (2006), p. 112.

SAPPIDEEN, R., "International Comercial Letters of Credit: Balancing the Rights of Buyers and Sellers in Insolvency", en *The Journal of Business Law* (marzo 2006), p. 133.

### — CONTRATO DE LEASING

CHESSA, C., "Discordanze giurisprudenziali a propòsito dell'applicabilità dell'art. 1526 c.c. al contratto di leasing", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1, parte 2.ª (2006), p. 57.

SANJUÁN MUÑOZ, E., "El arrendamiento financiero como crédito en el concurso", en *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 4 (2006), p. 137.

## DERECHO BURSÁTIL

### — EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AGBEHEY, S., *Globalisierung der Finanzmärkte und Finanzkrisen. Erfahrungen mit den Emerging Markets-dargestellt am Beispiel der Westafrikanischen Wirtschafts-und Währungsunion*, Munich (2006), 232 pp.

ARMBRÜSKTER, "Kapitalanleger als Verbraucher? Zur Reichweite des europäischen Verbrauchrschutzrechts", en *ZIP* n.º 9 (2006), p. 406.

BECKER, T., *Die Haftung für den deutschen Corporate Governance Kodex*, Baden-Baden (2005), 210 pp.

BRAUER, M., *Übungen im Kapitalgesellschaftsrecht mit Bezügen zum Kapitalmarktrecht*, Berlín (2005), 165 pp.

DE CORDT, Y., "Les stakeholders dans les codes de Corporate Governance", en *Revue Pratique des Sociétés* (primer trimestre 2005), p. 54.

FLEISCHER, "Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht", en *ZIP* n.º 10 (2006), p. 451.

FÖRSTER, "Europäische Corporate Governance-Tatsächliche Konvergenz der neuen Kodizes?", en *ZIP* n.º 4 (2006), p. 162.

GRUNDMANN, S./SCHWINTOWSKI, H./SINGER, R./WEBER, M., *Anleger-und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht. Symposium und Seminar zum 65. Geburtstang von Eberhard Schwark*, Berlín (2006), 142 pp.

HABERSACK, M./MÜLBERT, P./SCHLITT, M., *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Colonia (2005), pp. L-994.

HEINRICH, T.A., *Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen. Eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen, englischen und US-amerikanischen Rechts*, Frankfurt (2005), 290 pp.

MAIER-REIMER/WILSING, "Das Gesetz über Musterverfahren in kapital-

marktrechtlichen Streitigkeiten", en *ZGR* n.º 1 (2006), p. 79.

RODE, "Der Wechsel eines Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsrat-eine gute corporate Governance?", en *BB* n.º 7 (2006), p. 341.

RODEWALD/UNGER, "Corporate Compliance-Organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Haftungsfällen der Geschäftsleitung", en *BB* n.º 3 (2006), p. 165.

SCHEWE, G., *Unternehmensverfassung. Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle un Interessenvertretung,* Berlín (2005), 355 pp.

SCHRÖDER, M./BRETTEL, H., *Der neue Anlegerschutz in der Praxis*, Bonn (2006), 211 pp.

SESTER, "Gläubiger-und Anlegerschutz bei evidenten Fairnessverstössen über eine deliktsrechtliche Haftung der handelnden Personen", en *ZGR* n.º 1 (2006), p. 1.

STEINBRECHER, S., *Haftung des Vorstands bei Nichtbefolgung des Deutschen Corporate-Governance-Kodes*, Berlín (2005), 268 pp.

VAN HULLE, K./GESELL, H., *European Corporate Law*, Baden-Baden (2006), 390 pp.

WOLFGANG, G., *Kapitalmarktrecht*, 3.ª ed., Munich (2006), pp. 392.

### — RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

SUDMEYER/RÜCKERT/KUTHE, "Entry Standard-Das neue Börsensegment für der Mittelstand", en *BB* n.º 50 (2005), p. 2703.

### — ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

BÖSWALD, T./FIGLIN, G., "Rückzugsmöglichkeiten ausländischer Kapitalgesellschaften vom US-amerikanischen Eigenkapitalmarkt", en *Die AktienGesellschaft* n.º 3 (2006), p. 66.

KIEFNER, A., *Konzernumbildung und Börsengang der Tochter. Die Teilhaberechte der Aktionäre einer Publikums-AG bei der Börseneinführung von Tochtergesellschaften,* Colonia (2005), 507 pp.

NICODEM, D., *Doppellisting und Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität,* Frankfurt (2006), 310 pp.

SCHLITT, M./SCHÄFER, S., "Der neue Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse", en *Die AktienGesellschaft* n.º 5 (2006), p. 147.

### — CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL

AUCKENTHALER, F., "Compensation, garantie, cession: le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n.º 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)", en *JCP E* (2005), p. 1519.

AUCKENTHALER, F., "Le gage de compte d'instruments financiers après l'ordonnance du 24 février 2005", en *JCP E* (2005), p. 1728.

COSSU, M., "Recesso dell'investitore e determinazione del danno risarcibile nella gestione di portafogli di investimento", en *Banca Borsa Titoli di Credito,* n.º 1, parte 2.ª (2006), p. 67.

EKKENGA, J./HEYO, M., *Das Recht der Wertpapieremissionen,* Berlín (2006), 388 pp.

FEHR, T., *Recht des ausserbörslichen Aktienhandels vor dem Hintergrund des börslichen Aktienhandels. Das Kapitalmarktszenario zur kapitalmarktaktive Aktiengesellschaften, deren Unternehmensführungen und aktuelle und potentielle Aktionäre und sur Wertpapierdienstleister,* Frankfurt (2006), 348 pp.

HANH/WILD, "Grenzüberschreitende Bankdienstleistungen in der EU", en *EuZW* n.º 4 (2006), p. 107.

KAMPS, H.-W., "Private Wertpapierveräusserungsgeschäfte", en *Die Aktien-Gesellschaft* n.º 5 (2006), p. 155.

KRAUSE, N., *Alternative Wertpapierhandelssysteme unter besonderer Berücksichtigung von Regulierungs-und Aufsichtsproblemen im Internet. Vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Rechtslage und des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes sowie der europäischen Rechtsentwicklung,* Frankfurt (2005), 282 pp.

*OPAS*

ACCINNI, G.P., "Opa obligatoria e condotta 'artificiosa' del reato di aggiotaggio c.d. 'manipolativo'", en *Rivista delle Società,* fasc. 1.º (2006), p. 56.

CARBONETTI, F., "OPA obbligatoria e diritti degli azionisti", en *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.º 4 (2005), p. 634.

KORT, M., "Change-of-Control-Klauseln nach dem Mannesmann-Urteil des BGH: zulässig order unzulässig?", en *Die AktienGesellschaft* n.º 4 (2006), p. 106.

McCONVILL, J./HOLLAND, E., "Pre-nuptial Agreements for Removing Directors in Australia — are they a Valid Part of the Marriage Between Shareholders and the Board?", en *The Journal of Business Law* (marzo 2006), p. 204.

MORSE, G.K., "Takeover Regulation", en *The Journal of Business Law* (marzo 2006), p. 237.

PEDERZINI, E., "Profili contrattuali delle offerte pubbliche d'acquisto", en *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale* n.º 261 (2004), pp. XVI-366.

PELTZER, "Das Mannesmann-Revisionsurteil aus der Sicht des Aktien-und allgemeinen Zivilrechts", en *ZIP* n.º 5 (2006), p. 205.

RASNER, M., *Die Pflichten der Zielgesellschaft bei unfreundlichen Übernahmeangeboten nach dem deutschen WpÜG. Unter besonderer Berücksichtigung europäischer und US-amerikanischer Übernahmeregelungen sowie der Konzeption des Gemeinsamen. Entwurfs einer EU-übernahmerichtlinie,* Frankfurt (2005), 614 pp.

RÜDEN, J. von, *Das französische Übernahmerecht,* Baden-Baden (2005), 395 pp.

— **RÉGIMEN DE LOS INSIDER**

BÜCHE, C., *Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts. Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15, WpHG,* Baden-Baden (2005), 340 pp.

CASPER, "Haftung sur fehlerhafte Informationen des Kapitalmarktes", en *Der Konzern,* n.º 1 (2006), p. 32.

HIENZSCH, A., *Das deutsche Insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit. Eine empirische Studie,* Baden-Baden (2006), 231 pp.

KOCH, P., *Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel. Eine vergleichende Untersuchung des US-amerikanischen und deutschen Reechts,* Gotinga (2005), 183 pp.

LEUERING, "Prospektpflichtige Anlässe im WpPG", en *Der Konzern* (2006), p. 4.

REINER, G., "Geheimsache Gesellschafssatzung am Finanzmarkt Deutschland?", en *Die AktienGesellschaft* n.º 4 (2006), p. 93.

SANTI, F., "La responsabilità delle 'persone giuridiche' per illeciti penali e per illeciti amministrativi di abuso de informazione privilegiate e di manipolazione del mercato", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1, parte 1.ª (2006), p. 81.

SCHÄFER, "Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?", en *NZG* n.º 24 (2005), p. 985.

SCHNEIDER, "Unternehmenserwerb mit informationen aus einer Due Diligence kein strafbarer Insiderhandel", en *DB* n.º 49 (2005), p. 2678.

ZETZCHE, D., *Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellscharft*, Colonia (2006), 525 pp.

### — SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

KAAL, W.A., *Hedge Fund Regulation by Banking Supervision. A Corporative Institutional Analysis*, Frankfurt (2006), 241 pp.

KEUNECKE, U., *Prospekte im Kapitalmarkt. Anforderungen. Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds, Investmentfondos. Wertpapieren und Übernahmeangeboten*, Berlín (2005), 519 pp.

KUGLER/LOCHMANN, "Ausgewählte Rechtsfragen zum öffentlichen Vertrieb von Hedgefonds in Deutschland", en *BKR* n.º 2 (2006), p. 41.

KUMPAN, "Börsenmacht Hedge-Fonds-Die Regelungen in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland", en *ZHR* n.º 1 (2006), p. 39.

WEIGEL/ZELLER, "Hedgefonds-Investionen von Versicherungsunternehmen nach der neuen Anlageverordnung", en *WM* n.º 8 (2006), p. 358.

## TÍTULOS VALORES

### — EN GENERAL

FIORUCCI, F., *Il protesto ilegittimo*, Milán (2005), pp. XV-248.

SCANO A.D., "Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1, parte 2.ª (2006), p. 118.

### — ACCIONES

BADER, K., *Die Bildung von Sondervermögen als rechtspolitische Alternative zu Spartenaktien (Trading Stocks). Eine rechtsvergleichende Untersuchung von dem Hintergrund der italienischen Gesellschaftsrechtsreform 2003/2004*, Baden-Baden (2005), 1192 pp.

BORNSCHEID, J., *Stapled Stock Verbundaktien*, Frankfurt (2006), 193 pp.

CASTA, J.-F./PRIEUR, J./GINGLINGER, E./LAMBRECHTS, J., "Actions gratuites: mort annoncée des stock options?", en *RD Banc. Fin.* (septiembre-octubre 2005), p. 58.

FERRARINI, G., "'Un'azione-un voto': un principio europeo?", en *Rivista delle Società*, fasc. 1.º (2006), p. 24.

GÖTZ/HOLZBORN, "Die Aktienrechtsreform durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts-UMAG", en *WM* n.º 4 (2006), p. 157.

MIOLA, M., "Il sistema de capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali", en *Rivista delle Società*, fasc. 6.º (2006), p. 1199.

PERTLWIESER, M., *Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland. Eine ganzheitliche Kapitalmarktuntersuchung deutscher Aktienrückkaufprogramme und ein Konzept zur praktischen Implementierung*, Frankurt (2006), 540 pp.

ROSER, F., "Aktienoptionsrechte", en *Die AktienGesellschaft* n.º 4 (2006), p. 109.

ROTH, "Die Berechnung der Garantiedividende von Vorzugsaktien im Armen von Unternehmensverträgen", en *Der Konzern* n.º 11-12 (2005), p. 685.

SCHMIDT, L., *"Bilanzierung von Aktienoptionen nach IFRS 2. Darstellung und ökonomische Analyse"*, Frankfurt (2005), 272 pp.

TOMBARI, U., "Disciplina delle 'partecipazioni reciproche' (art. 121, t.u.f.) e gruppo di imprese", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1, parte 1.ª (2006), p. 45.

### — OBLIGACIONES

MÜLLER, "Ablaufhemmung nach § 211 BGB bei der Vorlegungsfrist für Inhaberschuldverschreibungen", en *WM* n.º 1 (2006), p. 13.