

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO₂ y al mercado en que se negocia. *Flavia Rosembuj González-Capitel* 9
- Crédito cambiario y tutela judicial. *Federico Adan Doménech* 87

CRÓNICA

- Un billete de ida y otro de vuelta para el capital-riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. *Marta García Mandaloniz* 117
- De la esclavitud documental a la ausencia de documento en el descuento bancario. *Victoria E. Betancor Sánchez y Rosalía Estupiñán Cáceres* 157

JURISPRUDENCIA

- Cláusulas abusivas de los contratos bancarios por aplicación de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación. *Emilio Díaz Ruiz* 185

NOTICIAS

1. Sobre la sociedad europea domiciliada en España. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	225
2. Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> ...	229
3. La Directiva 2003/48/CE, su ineficacia práctica y la posible vulneración del secreto bancario. <i>Antonio J. Monroy Antón</i>	233
4. Consulta de la Comisión Europea sobre Derecho de sociedades y gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	239
5. La determinación de los derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos por la Orden EHA/3536/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i>	242
6. Aprobada la Ley de Entidades de Capital Riesgo. <i>Fernando Barco</i> .	244
7. Aprobada la nueva Directiva europea contra el blanqueo de capitales. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	245
8. Los tipos y modelos de folletos de oferta pública y de admisión a negociación de valores: la Orden EHA/3537/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i>	246
9. Publicidad de resoluciones concursales a través de Internet. <i>Fernando Barco</i>	250
10. Modificación de la Directiva sobre la transparencia de las relaciones entre Estados miembros y empresas públicas. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	251
11. Informe de la CNMV sobre la práctica del Buen Gobierno por las sociedades cotizadas españolas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	251
12. El nuevo reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva de 2005. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	252
13. Gran Bretaña: simplificación de la información contable a preparar por las sociedades cotizadas. <i>Christi Amestí Mendizábal</i>	260
14. Supervisión de conglomerados financieros y otras reformas reglamentarias: el Real Decreto 1332/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i> .	261
15. <i>Squeeze-out</i> : el Tribunal Supremo federal alemán considera que la constitucionalidad de la transferencia forzosa de las acciones de accionistas minoritarios al accionista principal con arreglo a la Ley de Sociedades alemana está fuera de duda. <i>Zinaída González Blanco</i> .	264
16. La Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	266

	Página
17. La Comisión Europea presenta una Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas de sociedades cotizadas con sede social en un Estado miembro de la Unión. <i>M.^a Teresa Martínez Martínez</i>	272
18. Desarrollo normativo sobre el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	276
19. El nuevo Real Decreto de emisiones: principales novedades en materia de emisiones de valores negociables. <i>Luis de Valle y Teresa Martín</i>	281

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	305
--------------------	-----

ARTÍCULOS

ALGUNAS CUESTIONES EN TORNO AL DERECHO DE EMISIÓN DE CO₂ Y AL MERCADO EN QUE SE NEGOCIA

FLAVIA ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL

*Abogada Senior del Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo
y Prof. Asociada de Derecho Mercantil Universidad de Barcelona*

SUMARIO

- I. REGULACIÓN.
 - II. CARACTERIZACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN.
 - 1. Derecho subjetivo.**
 - 2. Posesión del Derecho.**
 - III. EL MERCADO DE DERECHOS DE EMISIÓN.
 - 1. Cuestiones generales.**
 - 2. Actividad de intermediación.**
 - 3. Especialidad del instrumento financiero.**
 - IV. CONTRATO DE COMPRAVENTA.
 - 1. Naturaleza jurídica.**
 - 2. Formación.**
 - 3. Validez.**
 - A) Elementos personales.
 - B) Elementos reales.
 - 4. Extinción.**
 - A) Cumplimiento de las obligaciones.
 - B) Resolución anticipada.
 - V. BIBLIOGRAFÍA.
-

I. REGULACIÓN

La Unión Europea, dentro de su Programa Europeo de lucha contra el cambio climático y como parte de él, opta por instaurar un mercado de derechos de emisión por considerarlo un sistema coste-eficiente. Con la Directiva 2003/1987, de 13 de octubre, el legislador comunitario crea el mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero (GEI) de la Comunidad Europea, que se ha puesto en funcionamiento a partir del uno de enero de 2005 ⁽¹⁾.

El mercado de derechos de emisión comunitario se plantea a partir del Protocolo de Kioto de 1997 y en particular pretende, de entrada, preparar a los sectores incluidos en el mercado para que se familiaricen con el uso de un mercado de derechos de emisión, ya que se trata de un instrumento poco utilizado entre los Estados miembros de la Unión Europea ⁽²⁾ y desconocido como tal en el mercado común.

Seguidamente, el legislador pretende asegurar la reducción de un determinado volumen de emisiones de dióxido de carbono (gas cuantitativamente más importante, que representa un 80% de las emisiones de gases de efecto invernadero a nivel comunitario), determinando para ello un cupo máximo para unos emisores determinados que engloban actividades energéticas; de producción y transformación de metales férreos; industrias minerales (vidrio, cemento, cerámica) y producción de papel y pasta de papel, y que representan el 46% de las emisiones de CO₂ en la Unión Europea).

Finalmente, el legislador espera favorecer la eficiencia económica mediante la asignación por el mercado del recurso escaso.

(1) Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003 por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61 del Consejo.

(2) Con las excepciones de los mercados daneses de dióxido de carbono, el mercado del Reino Unido y el mercado holandés de NO_x. El mercado danés funcionó de 2001 a 2003 y creó derechos de emisión de CO₂ para las instalaciones de generación de energía eléctrica, es decir que fue un mercado de dimensiones y alcance muy reducido. El mercado de derechos de emisión creado en el Reino Unido es de carácter voluntario y las empresas acceden a participar, a cambio de un descuento de un 80% del Impuesto sobre el Cambio Climático, un impuesto sobre el consumo energético en la industria y en el comercio. A los efectos de beneficiarse del descuento, las empresas deben adoptar un límite absoluto o un límite porcentual en sus emisiones de GEI o en su consumo energético. El tipo de límite adoptado por cada empresa determina cuáles son las reglas que le resultan aplicables a su participación en el mercado, así como el momento en el que recibe la asignación de los derechos por el Estado. La puesta en marcha del mercado holandés de NO_x se ha aplazado hasta comprobar el funcionamiento del mercado europeo de CO₂. BOEMARE, C.; QUIRION, P.; SORRELL, S., "The evolution of emissions trading in the EU: tensions between national trading schemes and the proposed EU directive", *Climate Policy*, vol. 3, núm. 2, 2003, pp. 105-124.

En el mercado, las instalaciones que lleven a cabo las actividades mencionadas que tengan mayores costes marginales de reducción de emisiones podrán adquirir derechos de emisión a otros concurrentes cuyos costes de reducción de cada tonelada de CO₂ sean menores. Y el precio de transmisión del derecho de emisión se convertirá en un indicador fundamental para determinar el coste de reducir una tonelada de dióxido de carbono en la Unión Europea.

El mercado comunitario plantea un sistema dual en el que conviven el permiso de emisión y el derecho de emisión. Las fuentes emisoras deberán obtener un permiso de emisión de gases de efecto invernadero que equivale a la autorización administrativa tradicional de funcionamiento, con la particularidad de que no contiene un límite cuantitativo a la emisión, sino que fijará la obligación de disponer de derechos de emisión equivalentes a las emisiones reales. Por otra parte, el derecho de emisión de GEIs es aquel derecho creado por la directiva, que se expresa en toneladas métricas equivalentes de dióxido de carbono, que permite a su titular emitir las toneladas expresadas por el título. Los derechos de emisión serán asignados por el Estado para el período 2005-2007; 2008-2012 y, a partir de esa fecha, con carácter quinquenal. Las fuentes emisoras deberán presentar los derechos de emisión equivalentes a las emisiones totales de la instalación en cada año natural. Los derechos serán plenamente transmisibles y disponibles por su titular y serán representados mediante anotación electrónica.

El límite máximo de emisiones del mercado será la suma de los límites establecidos por cada Estado miembro sobre la base de los criterios elegidos por él mismo. Además, la asignación de los derechos de emisión será también competencia de cada Estado miembro, así como la definición del mercado regulado, del derecho de emisión, del registro, o del seguimiento de las emisiones y su verificación. La Comisión se ha reservado la necesaria competencia de velar por el correcto funcionamiento del mercado interior y evitar las distorsiones que pudieran causar los Estados miembros.

A modo de resumen, el mercado europeo de derechos de emisión cuenta con los siguientes elementos:

- En primer lugar, el establecimiento del límite máximo de emisiones de CO₂ permitidas en la Unión Europea.
- En segundo lugar, la división o fraccionamiento de dicho límite en cuotas, fracciones o derechos, es decir la definición del derecho de emisión.
- En tercer lugar, la asignación de las cuotas a los participantes obligatorios en el mercado, de manera sectorial y posteriormente individual, y las previsiones para los nuevos entrantes en el mismo.

Además de los participantes obligatorios en el mercado de derechos de emisión puede haber participantes voluntarios, grupo donde se puede incluir a

cualquier persona física que tenga interés en adquirir derechos de emisión para cancelarlos (y con ello aumentar la demanda de los derechos de emisión) o a intermediarios financieros cuyo objeto sea la transmisión especulativa de éstos.

A partir de estos elementos, el derecho de emisión estará sometido a una necesaria supervisión administrativa y a un régimen sancionador disuasorio. Corolario de esta condición es la existencia de un sistema de anotaciones en cuenta que sirva de registro constitutivo de la creación, transmisión y cancelación del título y un sistema de medición fiable y que estandarice las unidades de medida para poder comprobar el cumplimiento de la obligación principal de reducción de las emisiones por las fuentes incluidas.

II. CARACTERIZACIÓN DEL DERECHO DE EMISIÓN

1. Derecho subjetivo

El legislador español califica el derecho de emisión como “*el derecho subjetivo a emitir, desde una instalación incluida en el ámbito de aplicación de esta Ley, una tonelada equivalente de dióxido de carbono, durante un período determinado*” [artículo 2.a) de la Ley 1/2005, de 9 de marzo] ⁽³⁾.

Sin embargo, creemos que el recurso escaso no es la emisión de una tonelada de dióxido de carbono equivalente, sino que el bien escaso, jurídicamente protegible, es la no emisión ⁽⁴⁾. La tonelada de dióxido de carbono equivalente es la medida de esa no emisión, la “monetización” del bien ambiental.

La causa para la emisión del título, para la creación de un mercado de derechos de emisión, es la protección del valor ambiental. Este valor se protege mediante la gestión eficiente de un recurso escaso: la no emisión. El recurso no es una emisión de una tonelada de dióxido de carbono, sino la no actividad. El valor ambiental protegido en un mercado de derechos de emisión será el derecho de utilizar una “no emisión” llevada a cabo por otra fuente.

Nos tenemos que alejar del planteamiento de la titularidad del bien protegido como dominio público o *res communes* por lo tanto inapropiable, inaliena-

⁽³⁾ Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.

⁽⁴⁾ Entre la doctrina comparada apunta esta posibilidad DRIESEN al argumentar que la creación del mercado de derechos de emisión es un instrumento de intervención tradicional del regulador que establece un límite a una serie de emisores y les asigna unos derechos de aprovechamiento. Aquellos emisores que emitan más allá de su límite darán cumplimiento a la obligación tradicional de la normativa, utilizando la reducción extraordinaria de otra fuente. DRIESEN, D.M., “Is Emissions Trading an Economic Incentives Program? Replacing the command and control economic incentives dichotomy”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 55, núm. 289, 1998, pp. 324-325.

ble y por ende intransmisible⁽⁵⁾ para situarnos en otro tipo de valor ambiental: un bien inmaterial compuesto por externalidades positivas y negativas que debe ser gestionado por el poder público en beneficio de la comunidad.

Por lo tanto, el derecho de utilizar la no emisión será el valor ambiental y la finalidad de la utilización será accesoria respecto a la protección del valor ambiental; los participantes obligatorios lo utilizarán para cumplir con obligaciones administrativas de entregar los derechos de emisión equivalentes a sus emisiones; y los participantes voluntarios pueden tener razones bien para acceder a información sobre el precio de reducción, bien para incentivar la reducción por las fuentes emisoras, o bien para obtener lucro por su reventa, pero todos los potenciales titulares de derecho de emisión deberán gestionar de manera eficiente ese recurso, porque es escaso y porque tiene precio.

Las fuentes incluidas en el mercado de derechos de emisión sólo van a poder transmitir aquellos derechos de emisión que no necesiten para dar satisfacción a su propia obligación de cumplimiento⁽⁶⁾. Los posibles compradores van a adquirir la no emisión que ha llevado a cabo otra fuente, pero es justamente en esta última donde la autoridad competente va a verificar el cumplimiento de la obligación⁽⁷⁾. Una vez adquirida la no emisión, el legislador otorga al adquirente el derecho subjetivo de uso del recurso para cumplir con su obligación de entrega. Recordemos que existen posibles adquirentes que no tienen obligaciones de entrega⁽⁸⁾, que si bien podrán adquirir una no emisión a quien la lleve a cabo, no tendrán otorgado el derecho subjetivo de utilización de ésta con la finalidad de cumplir con sus obligaciones. Apuntamos ya ahora que habrá dos niveles de titulares de derechos subjetivos con facultades diferentes, aquellos que tengan obligaciones de entrega y los demás.

(5) Entre las cosas no susceptibles de apropiación incluimos todas aquellas fuera del ámbito y poder de apropiación del individuo como el aire... DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, vol. I, 5.ª ed., Madrid, 1996, p. 209.

(6) “Antes del 30 de abril de cada año, los titulares de las instalaciones o los administradores fiduciarios deberán entregar un número de derechos de emisión equivalente al dato de emisiones verificadas...” (artículo 27.2 de la Ley 1/2005).

(7) “El titular de la instalación deberá remitir al órgano autonómico competente, antes del 28 de febrero, el informe verificado sobre las emisiones del año precedente, que se ajustará a lo establecido en la autorización (...) El informe deberá ser verificado de conformidad con lo dispuesto en el anexo IV por los organismos de verificación acreditados...” (artículo 22 de la Ley 1/2005).

(8) “Los derechos de emisión podrán ser objeto de transmisión: a) Entre personas físicas o jurídicas en la Unión Europea. b) Entre las anteriores y personas físicas o jurídicas en terceros Estados, previo reconocimiento mutuo de los derechos de las partes firmantes en virtud de instrumento internacional” (artículo 21.1 de la Ley 1/2005).

El legislador le otorga a la no emisión las características necesarias para poder ser objeto de derechos, al poder ser considerada como un bien en el sentido del artículo 333 del CC:

“Todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación se consideran como bienes muebles o inmuebles”.

Y la cosa, para que alcance consideración jurídica como objeto de derechos, como bien, ha de poder ser objeto de apropiación.

Es evidente que esta posibilidad de apropiación no debe interpretarse en el sentido de que sean por naturaleza aprehensibles materialmente, pues no se explicaría entonces cómo un derecho real (usufructo, hipoteca, etc.) sobre una cosa se conceptúa por el legislador como un bien inmueble (artículo 334.10 del CC). Hay que referir la idea a que la cosa o el bien admita el ejercicio por el hombre de un señorío, de un sometimiento a su voluntad, que será distinto según el tipo de derecho de que sea titular.

También, bajo la noción de apropiabilidad, el legislador ha querido decir que el bien o la cosa es apto para la producción de alguna utilidad al hombre. Si nos apropiamos de las cosas es porque las consideramos susceptibles de utilidad.

La no emisión extraordinaria tiene apropiabilidad porque el progreso técnico permite que el hombre la utilice y explote. La no emisión extraordinaria puede convertirse en investigación y desarrollo de tecnologías para reducir las emisiones y en ese caso, aunque posteriormente no se traduzca en propiedad industrial, reunirá los elementos que le indican como bien inmaterial susceptible de valoración económica, aquilatando al capital intelectual de la empresa.

Por último, la cosa o el bien ha de tener un valor económico, sin que ello signifique que tenga que satisfacer necesariamente un interés económico de la persona. Por poseer un valor económico está dentro del patrimonio.

Hay supuestos en los que el hombre obtiene una utilidad que es apreciada y protegida por el Derecho de algo que ni es cosa ni derecho; entre ellos DÍEZ-PICAZO ⁽⁹⁾ destaca, a nuestros efectos, entre otros, las energías. Según el autor, *“las energías que se hallan en la naturaleza (solar, térmica, nuclear, etc.) se convierten en bienes en el sentido jurídico cuando el hombre las utiliza y explota por los procedimientos que descubre o inventa, porque es cuando producen utilidad para él mismo. Esta categoría tiende a extenderse a medida que el progreso técnico avanza”.*

⁽⁹⁾ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.ª ed., Madrid, 2003, p. 397.

Al igual que las energías ⁽¹⁰⁾, la no emisión se convierte en un bien. Bien incorporal o intangible (*tangi non possum*).

Además de ser un bien inmaterial, la no emisión extraordinaria es de naturaleza consumible y temporal ⁽¹¹⁾, ya que va a extinguirse en un plazo predeterminado por el legislador. La no emisión extraordinaria va a tener que ser aprovechada en el período de tres años, momento a partir del cual se extingue ⁽¹²⁾.

La no emisión extraordinaria es así cosa mueble consumible y temporal, *ergo* susceptible de ser objeto de derechos subjetivos.

El derecho de emisión es un derecho subjetivo en derecho español.

El derecho subjetivo ⁽¹³⁾ es “*un poder jurídico atribuido a una voluntad y con aptitud para satisfacer intereses humanos*” (STS de 22 de septiembre de 1959).

⁽¹⁰⁾ Aun reconociendo sus peculiaridades, la doctrina defiende el concepto de electricidad en cuanto bien, entendido éste como cosa o mercancía, creemos que a los efectos de encontrarle acomodo en la categoría de raíz “anglosajona” de *commodities* o materias primas. TRILLO-FIGUEROA, J. y DE BORJA, F., *La regulación del sector eléctrico*, Madrid, 1998, p. 316, y VIVES RODRÍGUEZ DE HINOJOSA, J., “Contratos financieros sobre la electricidad”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 80, octubre-diciembre de 2000, pp. 151-201.

⁽¹¹⁾ DÍEZ-PICAZO y GULLÓN definen las cosas consumibles como aquellas que “*usadas, de acuerdo a su función o destino se destruyen*”. DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.^a ed., ob. cit., p. 405. Sin embargo, siguiendo a ALBALADEJO merece la pena puntualizar que “*cosa distinta es el deterioro procedente —aun sin uso— del paso del tiempo, que alcanza generalmente a todas las cosas temporales*”. ALBALADEJO, M., *Derecho civil*, tomo I, vol. II, 14.^a ed., Barcelona, 1996, p. 98.

⁽¹²⁾ A partir del año 2008, el período temporal de duración de la reducción va a ser quinquenal, en lugar de trienal (artículo 15.2 de la Ley 1/2005). Incluso en aquellos casos en los que sea posible arrastrar el derecho de emisión a diferentes períodos, la reducción va a tener naturaleza temporal pero va a dar nacimiento a un derecho a obtener otro tanto de la misma especie y cantidad (*tantundem*).

⁽¹³⁾ La naturaleza del derecho subjetivo ha ocupado incesantemente a la doctrina jurídica, y los resultados no han podido ser unánimes. Mencionaremos aquí las teorías más representativas que surgen a partir de la teoría de la voluntad de SAVIGNY, para quien “*el derecho considerado en la vida real, se nos aparece como un poder del individuo. Hasta los límites de ese poder reina la voluntad del mismo, y reina con el consentimiento de todos. A tal poder o facultad llamamos nosotros derecho y algunos, derecho en sentido subjetivo*”. La teoría del interés, en la que IHERING observa que los “*derechos no existen de ningún modo para realizar la idea de la voluntad jurídica abstracta: sirven, por el contrario, para garantizar los intereses de la vida, ayudar a sus necesidades y conseguir sus fines*”. THON hace descansar la teoría del

El poder concedido para obrar dentro de los límites permitidos nace del ordenamiento que lo protege (Derecho objetivo)⁽¹⁴⁾, y que impone que sea respetado; permitiendo reprimir las violaciones de que se le haga objeto y obtener, incluso coactivamente, aquello para lo que el poder faculta.

La idea de derecho subjetivo implica que el titular tiene libertad para decidir y actuar, como ser independiente y autorresponsable moralmente, en la que no esté sometido al poder de otros hombres ni convertido en mero instrumento al servicio de los fines de la comunidad.

El interés en atención al que se concede el derecho subjetivo no ha de ser necesariamente un interés que haya de concurrir en cada persona que tenga un derecho de aquella clase, sino un interés al que, en abstracto, dicho poder le sea útil medio de satisfacción aunque en el caso concreto no se utilice para conseguirlo, o el sujeto de que se trate no pueda alcanzarlo, o no sea ni siquiera un interés de éste, pues puede tratarse de un interés de otra persona, para la que se siga el goce de la ventaja derivada del derecho. Los titulares de derechos de

derecho subjetivo en la mecánica de toda norma jurídica, concretamente en la protección que ella dispensa a un sujeto. De una norma jurídica emana un derecho subjetivo cuando su transgresión funda la pretensión de un sujeto para que se realice coactivamente lo que estaba mandado por ella, o se remueva lo hecho contra ella. WINDSCHEID se sitúa dentro de la teoría de la voluntad y defiende el derecho subjetivo como “una potestad o un señorío de la voluntad impartido por el ordenamiento jurídico”. Del derecho como facultad, derecho subjetivo se puede hablar en primer lugar como derecho a un determinado hecho, comportamiento u omisión, que han de observar en ciertas circunstancias las personas o una determinada persona frente al titular. En segundo lugar, el derecho subjetivo, puede entenderse partiendo de que el ordenamiento jurídico ha emitido un precepto (norma o imperativo) que obliga a un determinado comportamiento y ha puesto ese precepto a la libre disposición de aquel en cuyo favor lo ha emitido. KELSEN parte de que, para inducir a los hombres a comportarse de una determinada manera, el Derecho relaciona una sanción con la conducta contraria. Un derecho subjetivo no es más que la norma jurídica (derecho objetivo) en relación con aquel sujeto que debe expresar su voluntad para que la sanción sea ejecutada. Su voluntad se dirige hacia la imposición de la sanción prevista en la norma, constituye una condición de la sanción misma. DUGUIT cambió el punto de vista y argumentó que todo derecho es derecho objetivo. La regla jurídica es común a gobernantes y gobernados, superior a ellos, todos han de obedecerla. Los hombres se hallan situados frente a la norma, y de esa situación es posible que se deriven ventajas simplemente para unos por el cumplimiento de las conductas mandadas observar por la regla objetiva. Cit. en CASTÁN TOBEÑAS, J., “El concepto de Derecho subjetivo”, en *Revista de Derecho Privado*, 1940, p. 121. En nuestra doctrina, opinan Díez-PICAZO y GULLÓN que “el derecho es una situación que permite y posibilita a la persona justamente obrar o actuar de una determinada manera. Por ello la única idea que califica correctamente al derecho subjetivo es la de ‘poder’”. Díez-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.ª ed., ob. cit., p. 440.

(14) En palabras de LACRUZ BERDEJO. LACRUZ BERDEJO, J.L.; SANCHO REBULLIDA, F.A.; LUNA SERRANO, A.; DELGADO ECHEVARRÍA, J.; RIVERO HERNÁNDEZ, F.; RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, tomo I, vol. 3, Madrid, 1999, p. 71.

emisión no van a tener todos ese mismo interés en emitir una tonelada de CO₂ equivalente, como define el legislador el derecho de emisión, pero es evidente que todos los titulares van a tener el interés de que otra persona reduzca de manera extraordinaria sus emisiones.

El contenido del derecho subjetivo es el señorío que el poder concedido confiere al sujeto⁽¹⁵⁾ sobre el objeto. Señorío o ámbito de poder que se manifiesta en los diversos actos para que el titular resulte facultado: conjunto de facultades.

El ordenamiento otorga un derecho subjetivo (*norma agendi*) al titular del derecho de emisión al facultarle (*facultas agendi*) para que use una “no emisión” dentro de los límites “*naturales*”⁽¹⁶⁾ del derecho subjetivo en cuestión. Las facultades del titular pueden ir desde la entrega del derecho de emisión para cumplir con sus obligaciones hasta la cancelación de éste sin que tenga que mediar razón alguna, pasando por su plena disposición y goce durante un período de tiempo determinado que coincide con la naturaleza consumible de la reducción. El ordenamiento protege al titular del derecho e impone que éste sea respetado.

La no emisión extraordinaria es un bien intangible cuantificado en toneladas equivalentes que consiste en una obligación de hacer o, mejor dicho, de dejar de hacer. Ahora bien, el titular del derecho subjetivo de aprovechamiento de esa no emisión/recurso escaso no tiene un derecho (de acreedor) a exigir el cumplimiento de la no emisión, sino que tiene un derecho a exigir la entrega del bien, es decir la transmisión de la propiedad del bien, sea ésta mediante acto oneroso o gratuito. El transmitente será responsable de la entrega de la cosa (una tonelada equivalente de CO₂ que surge de una obligación de no hacer una emisión) frente al adquirente, y será responsable de la reducción frente al Estado.

Es el Estado gestor del valor ambiental quien podrá actuar contra quien incumple la obligación de reducir, pero el titular del derecho de emisión no

(15) Ese sujeto del derecho subjetivo puede estar transitoriamente indeterminado, si bien no creemos que se dé el supuesto, que veremos, en el momento previo de la asignación individual de derechos de emisión a los titulares de autorización de emisión. En este sentido, se asignan unos derechos al conjunto del sector, y seguidamente cada titular de autorización de emisión y cada “futuro” titular de autorización de emisión solicitarán la asignación individual para cada una de las instalaciones. Ahora bien, existirá un titular del derecho subjetivo en la situación interina que será la Administración del Estado, si bien la situación de poder se mantendría intacta en espera de que se concrete el titular. ORESTANO, R., “Diritti soggettivi e diritti senza soggetto”, en *Jus*, Milán, 1960, p. 150.

(16) Según expresión de DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.^a ed., ob. cit., p. 458.

actúa frente a la parte incumplidora de una conducta de reducción sino que actúa frente a todos y frente a la parte *in malus* por incumplimiento de una obligación de entrega y saneamiento de un bien.

Ello porque el derecho subjetivo otorgado por el ordenamiento jurídico será absoluto, con eficacia *erga omnes*, excluyendo la intervención ajena en la esfera de señorío que le concede, imponiendo a los demás el deber de respetarla.

Así, el titular del derecho de emisión tendrá derecho a obtener una utilidad concreta de la cosa, un aprovechamiento de la no emisión, que tendrá las siguientes características.

En primer lugar, el derecho subjetivo tendrá la característica de la inherencia a la cosa. La inherencia que significa la posibilidad del titular de obtener de la cosa el provecho correspondiente a su derecho sin mediación de otra persona, no precisando de acto ajeno para satisfacer su interés. La no emisión va a posibilitar de manera directa la utilidad deseada, a saber, el cumplimiento de una obligación (regulatoria) de entrega, la protección del recurso escaso y consiguiente aumento del valor ambiental o la obtención de lucro mediante su reventa. No va a ser necesaria ninguna autorización adicional, ni intervención alguna para usar el bien.

En segundo lugar, el derecho subjetivo otorga una utilización exclusiva. Los derechos de emisión se tienen que asignar a un único titular, ya que si existieran varios titulares sobre el mismo derecho perdería todo sentido la transmisión de los derechos entre los diferentes agentes, y el mecanismo no contribuiría a reducir los costes.

La Directiva 2003/1987 les otorga las características mencionadas, y éstas son retomadas por el legislador español.

Los derechos de emisión europeos son exclusivos, pertenecen a su titular, lo que implica que todos los beneficios y costes que se derivan de la apropiación y del uso de los recursos se acumulan en su titular y sólo en él. El titular del derecho de emisión puede ir tan lejos como hasta pedir que su derecho se cancele (artículo 12.4 de la Directiva 2003/87).

El titular del derecho de emisión tiene un derecho subjetivo exclusivo y excluyente de terceros. Ello es necesario para crear la escasez del recurso.

La Directiva 2003/87 no contiene mención acerca de la definición legal del derecho de emisión. ¿Habrá querido el legislador comunitario evitar una discusión político-doctrinal acerca de la naturaleza jurídica del derecho de emisión? Parece que la Comisión haya preferido con su propuesta no aventurarse en definiciones jurídicas que no le atañen del todo, ya que el artículo 295 del Tratado de Constitución de la Unión Europea permite que cada Estado miembro

regule el régimen del derecho de propiedad: “*El presente Tratado no prejuzga en nada el régimen de la propiedad en los Estados miembros*”.

Este artículo expresa así la neutralidad del Tratado CE en relación con la regulación nacional en materia de propiedad, y en consecuencia con las nacionalizaciones, privatizaciones o expropiaciones en cada Estado miembro.

La expresión “*no prejuzga en nada*” podría interpretarse como una neutralidad absoluta del derecho comunitario, pero, si bien el Tratado CEE no afecta a la existencia de la competencia nacional para regular la propiedad, la manera en la que un Estado ejerza la competencia queda sometida al derecho comunitario. Por lo tanto, el artículo 295 no cuestiona la facultad de los Estados miembros de establecer un régimen de propiedad aplicable a los derechos de emisión, pero tal régimen no escaparía a la regla fundamental de no discriminación⁽¹⁷⁾.

El informe de propuesta de directiva establecía expresamente que el derecho de emisión era una autorización; “*allowance: shall mean the authorization to emit one tonne of CO₂ equivalent during a specified compliance period valid only for the purposes of meeting the requirements of this Directive*”⁽¹⁸⁾.

Ello siguiendo al legislador americano en el mercado de SO₂, que establece que las *allowances* constituyen una autorización⁽¹⁹⁾, y a mayor abundamiento que éstas no constituyen un derecho de propiedad⁽²⁰⁾.

Al igual que el legislador comunitario, el legislador del Reino Unido tampoco había previsto la naturaleza jurídica de la *allowance* en el mercado previo a la entrada en vigor a la Directiva 2003/87, en el que el derecho simplemente es “*una unidad de cuenta que representa una tonelada de dióxido de carbono equivalente, que se utiliza para facilitar el cumplimiento con los compromisos de limitación de emisiones*”, ni en el acto legislativo de transposición de la

(17) Sentencia del TJCEE de 6 de noviembre de 1984, 182/83, Fearon, Rec. 3677, n.º 7, conclusiones Darmon.

(18) FOUNDATION FOR INTERNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW AND DEVELOPMENT (FIELD), *Study on the Legal/Policy framework hended for the establishment of a Community Greenhouse Gas Emissions Trading Regime*, informe final para la Comisión Europea, Bruselas, 2001, p. 13.

(19) “*The term ‘allowance’ means an authorization, allocated to an affected unit by the Administrator under this title, to emit, during or after a specified calendar year, one ton of sulfur dioxide*”. 42 U.S.C. 7561 b.

(20) “*Nature of Allowances.—An allowance allocated under this title is a limited authorization to emit sulfur dioxide in accordance with the provisions of this title. Such allowance does not constitute a property right. Nothing in this title or in any other provision of law shall be construed to limit the authority of the United States to terminate or limit such authorization*”. 42 U.S.C. 7651 (b).

Directiva 2003/1987⁽²¹⁾. Resulta, cuanto menos, sorprendente la ausencia a la luz de jurisprudencia inglesa reciente que se ha planteado el supuesto de que las licencias de gestión de residuos puedan resultar derechos de propiedad en situaciones de insolvencia del titular⁽²²⁾.

Por el contrario, el legislador francés establece expresamente que los derechos de emisión de gases de efecto invernadero son bienes muebles que se materializan en una inscripción en la cuenta de su poseedor en el registro nacional de derechos de emisión⁽²³⁾. Una posición muy cercana a la que adopta el legislador alemán, que define los derechos de emisión como títulos, sometidos a la circulación según la norma de bienes muebles, de acuerdo con el artículo 453 del BGB⁽²⁴⁾.

El legislador español establece que el derecho de emisión es un derecho subjetivo a usar un bien mueble, una esfera de poder del titular con facultades internas de inherencia y externas de exclusividad.

La doctrina económica⁽²⁵⁾, partiendo del Teorema de COASE⁽²⁶⁾ y a partir del análisis de DALES⁽²⁷⁾, no puede sino aceptar que el derecho de emisión

(21) *Greenhouse Gas Emissions Trading Scheme Regulations 2003. Statutory Instrument 2003 No. 3311.*

(22) *Bluestone Chemicals Ltd. Celtic Extraction Ltd.* (14 de julio de 1999), Court of Appeal (NLD 14 de julio de 1999) y *Wilmott Trading Ltd.* (No. 2) (8 de julio de 1999), High Court, Chancery Division (*Times Law Reports*, 17 de junio de 1999).

(23) Artículo L 229-15 de la *ordonnance 2004-330 du 15 avril 2004, portant création d'un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre.*

(24) *Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz.* MICHAELIS, L.; HOLTWISCH, C., "Die deutsche Umsetzung der europäischen Emissionshandelsrichtlinie", *Neue Juristische Wochenschrift*, vol. 30, 2004, pp. 2127-2132.

(25) TIETENBERG, T.H., "The design of property rights for air pollution control", *Public Policy*, núm. 27, 1974, pp. 275-292. HAHN, R.W. y HESTER, G.L., "Where did all the markets go? An analysis of EPA's Emissions Trading Program", *Yale Journal on Regulation*, vol. 6, núm. 109, 1989, p. 117; en el que sugieren: "the lack of clearly quantified property rights can discourage trading", y los mismos autores ("Marketable permits: Lessons for Theory and Practice", *Ecology Law Quarterly*, vol. 16, núm. 361, 1989, p. 379), sugieren que si la expropiación fuese probable, el valor de los derechos de emisión se vería reducido y no tendría lugar el intercambio. DENNIS, J.M., "Smoke for sale: paradoxes and problems of the Emissions Trading Program of the Clean Air Act amendments of 1990", *UCLA Law Review*, vol. 40, núm. 1101, 1993, p. 1140, propone la protección de la asignación de los derechos durante cinco años.

(26) COASE, R.H., "The problem of social cost", *Journal of Law & Economics*, vol. 3, núm. 1, 1960, pp. 1-44.

(27) DALES, J.H., *Pollution, property & prices: An Essay in Policy-Making and Economics*, Reino Unido, reed., 2002; 1.ª ed., 1968.

tenga que ser un título de propiedad que tiene las características necesarias para ser un objeto especialmente apto para la contratación⁽²⁸⁾. Nos interesa aludir a los riesgos que ven los economistas frente a la posible revocación del derecho o expropiación del recurso por la Administración sin que medie la indemnización correspondiente.

De acuerdo con la doctrina americana, si los derechos de emisión se consideran derechos de propiedad, el Estado que quiera recuperar los derechos asignados a los efectos de ajustar el límite establecido va a tener que compensar a los propietarios en virtud de la teoría de los *takings*. Por el contrario, si el título es una autorización creada y otorgada expresamente por la Administración, ésta podrá disponer de ella sin que tenga que mediar pago⁽²⁹⁾.

La pérdida del derecho puede ser debida a diferentes supuestos.

En primer lugar, cabe que para proteger el valor ambiental, el Estado tenga que asignar menos derechos de emisión en un período de cumplimiento posterior, es decir, tenga que reducir el límite de emisión global o cambiar el criterio utilizado en asignaciones anteriores y, en consecuencia, algunos titulares de

(28) SCHWARTZ, P. y CARBAJO, A., "Teoría económica de los derechos de apropiación", ponencia presentada en las *Jornadas hispano-francesas sobre la nueva economía*, Madrid, 17 y 18 de enero de 1980, pp. 1-58.

(29) Este es justamente el motivo principal por el que los derechos de emisión de SO₂ en el mercado de lluvia ácida son considerados por el legislador como autorizaciones. Los economistas, desde COASE, han sostenido que los derechos de emisión deben ser tratados como derechos de propiedad para proteger la seguridad de la inversión, y el hecho de que éstos sean susceptibles de ser modificados unilateralmente por el Estado aumenta la incertidumbre y pone en peligro el uso del mercado mismo. Si el derecho no los reconoce es que es defectuoso. HAHN, R.W. y HESTER, G.L., "Where did all the markets go? An analysis of EPA's Emissions Trading Program", *Yale Journal on Regulation*, vol. 6, núm. 109, 1989, p. 117; "the lack of clearly quantified property rights can discourage trading and recommending various changes to protect against 'confiscating' property rights". Por otra parte, el mercado de cuotas de pesca de Nueva Zelanda que otorga a los titulares derechos de propiedad perpetuos fue utilizado como el ejemplo que no debe seguirse por organizaciones ambientales en los debates sobre el diseño de nuevos instrumentos para la pesca en los Estados Unidos, ya que impidió una recompra de éstos a los poderes públicos al resultar su coste demasiado elevado. NATIONAL RESEARCH COUNCIL COMMITTEE TO REVIEW INDIVIDUAL FISHING QUOTAS, *Sharing the fish: toward a national policy on fishing quotas*, Washington D.C., 1999, p. 97. Testimonio del *Environmental Defense Fund* ante el Subcomité de pesca de la *House of Commons* sobre la marina mercante, en el que el EDF narró cómo el procedimiento costoso en el que se embarcó el Estado de Nueva Zelanda al tener que recomprar las cuotas de pesca a sus titulares cuando los límites establecidos resultaban ser demasiado elevados. La solución pragmática a este conflicto ha sido la adoptada por el legislador norteamericano al intentar dar garantías "adecuadas", si bien no totales, a los titulares de los derechos de emisión, pero excluyendo expresamente la calificación de la cuota (*allowance*) o del derecho de emisión como derecho de propiedad al definir con exactitud lo que no quiere que sea el derecho de emisión. TIETENBERG, T.H., "The tradable permits approach to protecting the commons: what have we learned?", *Fondazione Eni Enrico Mattei*, Milán, 2002, p. 17.

autorizaciones de emisión vean disminuida su expectativa en relación con las asignaciones que tuvieron lugar en periodos anteriores.

En este sentido, creemos que el hecho de que el derecho de emisión fuera calificado como derecho de propiedad no obstaría a que el Estado pudiera tomar tal decisión sin que medie indemnización. El titular de una autorización de emisión no tiene una “*esperanza de derechos*”⁽³⁰⁾ protegida de obtención de derechos de emisión frente a la Administración, las situaciones de mero interés, no constituidas en derechos subjetivos, pueden verse afectadas normalmente en sentido negativo como consecuencia del ejercicio de potestades administrativas discrecionales⁽³¹⁾. La donación del derecho de propiedad no sólo no obliga a la Administración a donar un número similar en los periodos siguientes, sino que ni siquiera la obliga a hacerlo de manera gratuita⁽³²⁾.

En segundo lugar, se podría dar el caso de que el Estado, por motivos de protección del valor ambiental, considerase necesario extinguir todos los derechos de propiedad. En este sentido, creemos que la función social de la propiedad justificaría en nuestro ordenamiento jurídico limitación de éste, sin que medie indemnización.

Recordemos lo dicho en la emblemática sentencia 37/1986, de 26 de marzo, del Tribunal Constitucional, que hace las siguientes propuestas:

- a) La propiedad privada es un derecho subjetivo que cede para convertirse en un equivalente económico cuando el bien de la comunidad legitima la expropiación.
- b) La Constitución no ha recogido una concepción abstracta del derecho de propiedad, como mero ámbito subjetivo de libre disposición o señorío sobre el bien objeto del dominio reservado a su titular, sometido únicamente en su ejercicio a las limitaciones generales que las leyes impongan para salvaguardar los legítimos derechos o intereses de terceros o el interés general.

(30) Habla COSSÍO de aquellas situaciones en las que nos encontramos ante previsiones genéricas de adquisición, sin que se haya iniciado el proceso adquisitivo. COSSÍO Y CORRAL, A., *Instituciones de Derecho civil*, tomo I, Madrid, 1975, p. 80.

(31) GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo*, tomo 1, 11.ª ed., Madrid, 2002, p. 107. Ello ha de entenderse sin perjuicio del control del administrado de la discrecionalidad de la Administración.

(32) “La asignación de derechos para el período de tres años que se inicia el 1 de enero de 2005 será gratuita, salvo lo dispuesto para la reserva de nuevos entrantes (...) El 90 por ciento de los derechos correspondientes al período de cinco años que se inicia el 1 de enero de 2008 se asignará de forma gratuita, asignándose el 10 por ciento restante de acuerdo con lo que se establezca en el correspondiente Plan Nacional de asignación y considerando la necesaria competitividad de la industria española” (artículo 16 de la Ley 1/2005).

- c) La Constitución reconoce un derecho a la propiedad privada que se configura y protege, ciertamente, como un haz de facultades individuales sobre las cosas, pero también, y al mismo tiempo, como un conjunto de deberes y obligaciones establecidas de acuerdo con las leyes, en atención a valores o intereses de la colectividad, es decir, la finalidad o utilidad que cada categoría de bienes objeto de dominio está llamada a cumplir.
- d) La propiedad acotada por una utilidad individual y una función social, que son inescindibles, configuran ineludiblemente el contenido del derecho de propiedad.

Todo lo cual significa, en palabras de SIERRA GIL DE LA CUESTA, que la Constitución no configura la propiedad como un derecho absoluto, sino como un derecho reconocido legalmente de carácter subjetivo, pero debilitado⁽³³⁾.

La calificación del derecho de emisión como derecho de propiedad no va a servir de protección absoluta ante todas las posibles actuaciones activas del Estado frente al titular del derecho subjetivo otorgado. Ello es así porque la frontera entre el derecho de propiedad y el aprovechamiento transmisible es cada vez menos nítida.

MENÉNDEZ REXACH⁽³⁴⁾ se plantea si pudiese pensarse que la voluntad de impulsar el funcionamiento de un “mercado” del agua al amparo del principio de la libre transmisibilidad de los aprovechamientos públicos llevaría a la configuración en la práctica del requisito de modificación de características como una simple formalidad, de otorgamiento reglado y que, incluso, podría obtenerse *a posteriori*, legalizando una alteración ya efectuada. Si las cosas evolucionaran en este sentido habría que convenir en la agudeza del diagnóstico de ARRAZOLA, cuando afirmaba⁽³⁵⁾, defendiendo el control estatal sobre las aguas corrientes, que los derechos de aprovechamiento no serían muy distintos de los de propiedad.

El fin específico del derecho de emisión es la protección del bien ambiental permitiendo, a diferencia de los derechos reconocidos en virtud de concesiones, una libre disposición sobre la no emisión a su titular *erga omnes*.

(33) SIERRA GIL DE LA CUESTA, I., *Comentarios del Código Civil*, tomo 3, Barcelona, 2000, p. 82.

(34) MENÉNDEZ REXACH, A., “El mercado del agua en el ordenamiento español”, en *Precios y Mercados del Agua*, dirigido por Embid Irujo, A., Madrid, 1996, p. 162.

(35) ARRAZOLA, L., *Enciclopedia española de Derecho y Administración*, Madrid, 1849.

Las limitaciones naturales del derecho de propiedad, a saber, la función social, hacen que no sea muy diferente del derecho subjetivo otorgado a los titulares de derechos de emisión.

El derecho subjetivo tampoco se determina por finalidades estrictamente egoístas, debiendo acudir en palabras de COSSÍO al principio de “*solidaridad social*” como base y funcionamiento del orden jurídico⁽³⁶⁾.

Recordemos asimismo las palabras de PAZ-ARES al citar a CALABRESI y a MELAMED: el correlato jurídico de la categoría económica de *property right*, no divergiría de nuestra categoría de derecho subjetivo⁽³⁷⁾.

La no emisión es un bien privado titularidad de su creador o adquirente. Éste transmitirá la reducción en virtud de un contrato traslativo del dominio. La propiedad no es atípica ni especial, sino que tiene los límites propios relativos a la función social que debe cumplir⁽³⁸⁾.

El Estado otorga un derecho subjetivo a usar esa reducción/no emisión a todas las personas físicas y jurídicas de la Unión Europea, e incluso a personas físicas o jurídicas de países no comunitarios, previo reconocimiento mutuo. Se trata de una situación de poder concedido por el ordenamiento jurídico a una persona.

El Estado permite que los titulares de autorizaciones de emisión puedan dar cumplimiento a sus obligaciones regulatorias, entregando una reducción llevada a cabo por otra fuente o proyecto. El poder se concreta en ciertas posibilidades de actuación específica (facultades) que son componentes naturales

(36) COSSÍO, A., ob. cit., p. 77.

(37) PAZ-ARES, C., “La economía pública como jurisprudencia racional (aproximación a la teoría económica del Derecho), en *ADC*, núm. 2, 1981, p. 683.

(38) Recordemos aquí las dificultades mencionadas con las que se ha encontrado la doctrina americana, que han hecho que STEWART hable de propiedad regulada o ROSE de propiedad híbrida. STEWART, R.B., “Privprop, regprop and beyond”, *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 13, 1990, p. 91; ROSE, C.M., “From local to global commons: private property, common property and hybrid property regimes: expanding the choices for the global commons: comparing newfangled tradable allowance schemes to old-fashioned common property regimes”, *Duke Environmental Law & Policy Forum (publicación electrónica)*, núm. 10, 1999 (disponible en Lexis-Nexis), p. 45.

suyos pero no necesariamente esenciales ⁽³⁹⁾.

Se trata así de un poder institucionalizado y tipificado por el ordenamiento jurídico.

El Estado otorga un derecho subjetivo al titular del derecho de emisión al otorgarle un poder que puede hacer valer frente a otros sujetos, y que implica la tutela judicial de dicha posición. Así se presenta como un activo de la relación jurídica, con entidad independiente de ella y vida autónoma.

El titular del derecho subjetivo podrá realizar actos que afecten a la sustancia y a la subsistencia misma del derecho, podrá enajenar o transmitir el derecho a otra persona, constituir a partir de él otros derechos limitados o menores y extinguir el derecho renunciando a él. El titular verá asimismo protegida su apariencia jurídica, a través del uso del Registro de derechos de emisión.

Finalmente, el titular del derecho subjetivo tendrá posibilidad de reclamar ante los órganos del Estado a fin de que éstos intervengan en defensa del interés que le ha sido otorgado. La situación de poder adquiere la categoría de derecho subjetivo si su manejo y ejercicio queda a discreción del titular ⁽⁴⁰⁾.

Éstas son las facultades y poderes que le son atribuidos al titular del derecho subjetivo, que deberá ejercerlas dentro de los límites de éste. Los límites naturales se remiten a la naturaleza misma de cada derecho y de la manera como es configurado de acuerdo con la función económica o social que a través de él se trata de realizar. Así, en el supuesto analizado, resultarán de la protección al bien ambiental como límite propio del derecho subjetivo otorgado.

Volvamos a la STS de 22 de septiembre de 1959 con la que comenzábamos esta breve exposición del derecho subjetivo: *“si la norma legal, el Derecho, tiende hacia la consecución de un fin, que es el de la convivencia humana para alcanzar la paz social, y a tutelar los valores sin los cuales esa convivencia queda lesionada, hay que concluir que los derechos subjetivos no constituyen medios para desviar el fin del Derecho”*.

2. Posesión del derecho

Recordemos que, en un primer momento histórico, había resultado conflictiva la circulación de los derechos subjetivos cuando éstos se sometían tan

⁽³⁹⁾ LACRUZ BERDEJO, J.L.; SANCHO REBULLIDA, F.A.; LUNA SERRANO, A.; DELGADO ECHEVARRÍA, J.; RIVERO HERNÁNDEZ, F.; RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, ob. cit., p. 75.

⁽⁴⁰⁾ LACRUZ BERDEJO, J.L.; SANCHO REBULLIDA, F.A.; LUNA SERRANO, A.; DELGADO ECHEVARRÍA, J.; RIVERO HERNÁNDEZ, F.; RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, ob. cit., p. 75.

sólo al régimen del Derecho de obligaciones. La forma de alcanzar un mayor grado de seguridad y de agilidad en la circulación de los derechos fue la representación de estos en forma de títulos, pues la Ley había dispuesto que los derechos incorporados a títulos valores se someterían al régimen de los Derechos reales. La crisis del papel y la consiguiente crisis de los títulos valores volvía a ser una cuestión íntimamente relacionada con la forma de representación de los derechos. Y la solución que fue alcanzada para este conflicto vino de la mano de una nueva forma de representación de los derechos subjetivos: la anotación contable o inscripción registral ⁽⁴¹⁾.

Bien es verdad que, a diferencia del imperativo legal relativo a la transmisión de los títulos valores y de los valores anotados ⁽⁴²⁾, la Ley 1/2005 ⁽⁴³⁾ en su artículo 2 definía la transmisión como “*negocio jurídico del que deriva un cambio de titularidad de uno o varios derechos de emisión*”, confundiendo, en primer lugar, el título con el modo y forzándonos a acudir a algún tipo de construcción jurídica para fundamentar que la transferencia contable del derecho de emisión anotado produce los mismos efectos que la tradición.

La cuestión ha quedado aclarada mediante la intervención del Gobierno español en 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.

(41) Al igual que los valores anotados en cuenta, la especialidad del régimen de transmisión consiste en la forma de entrega de tales valores, y ello porque el valor es incorporal. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.^a ed., vol. II, Madrid, 2003, p. 26. DOMÍNGUEZ GARCÍA insiste en la proximidad de la figura al Derecho Registral Inmobiliario, con las salvedades de que el Registro no es público y en consecuencia no está llevado por funcionarios. DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, tomo II, Madrid, 1996, p. 1641. FERNÁNDEZ DEL POZO habla de un nuevo registro de bienes y derechos. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Un nuevo registro de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores”, en *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 593, 1989, p. 1213. CAMACHO CLAVIJO habla de la anotación en cuenta como una forma autónoma de representación de valores. CAMACHO CLAVIJO, S., *La prenda de valores anotados en cuenta: constitución y efectos*, Valencia, 2003, p. 40. RECALDE, A., “La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)”, en *Estudios Broseta*, tomo III, Valencia, 1995, p. 3093; SÁNCHEZ CALERO, F., “Evolución y perspectivas del régimen de los títulos valores”, en *La reforma de la legislación mercantil*, Madrid, 1979, p. 217.

(42) No vamos a entrar aquí en las distintas teorías sobre el fundamento de la obligación de los títulos valores —cuestión distinta de la que nos ocupa—, pero mencionaremos que “*no existe otro fundamento más allá de la propia fuerza de la ley para explicar el tratamiento jurídico-real de los títulos valores*”. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J. y GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 8.^a ed., tomo II, Madrid, 1983, p. 733.

(43) A pesar del intento de enmienda del Grupo Socialista en el Senado, la Ley 1/2005 fue aprobada con la misma definición que contenía el RD-L 4/2005.

En este sentido, la transmisión es “*el cambio de titularidad de uno o varios derechos de emisión producido por la inscripción en el registro del negocio jurídico del que se deriva*” [nuevo artículo 2.d) de la Ley 1/2005].

“*La transmisión tendrá lugar en el momento de su inscripción en el registro.*”

La titularidad publicada por el registro se presume legítima y no estará sujeto a reivindicación el tercero que adquiriera de quien figure inscrito, a título oneroso y sin mala fe ni culpa grave” (artículo 21.4 y 21.5 de la Ley 1/2005).

A mayor abundamiento, establece el RDL 5/2005 (modificando la Ley 1/2005) que “*El Registro nacional de derechos de emisión es el instrumento a través del cual se asegura la publicidad y permanente actualización de la titularidad y control de los derechos de emisión*”, en lugar de asegurar la actualización de la “contabilidad”, como rezaba el anterior artículo 25.1 del RDL 5/2004.

Además, el regulador opta por otorgarle la administración del Registro nacional de derechos de emisión a la Sociedad de Gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (Iberclear), aunque éste esté adscrito al Ministerio de Medio Ambiente⁽⁴⁴⁾. Iberclear es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF, Mercado de Renta Fija, así como en Latibex, el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros.

Podemos así prever que el Registro nacional de derechos de emisión va a funcionar de una forma muy similar al registro contable de anotaciones en cuentas de valores en nuestro sistema jurídico, resultando además una sugerente primera experiencia europea, ya que si los registros nacionales de los diferentes Estados miembros consiguen funcionar sin discrepancias será un terreno de prueba para la necesaria armonización de los mercados de valores. Recordemos que en la actualidad son los depositarios de valores quienes deben establecer acuerdos *ad hoc* con los sistemas extranjeros de depósito centralizado de valores para facilitar su transferencia.

En cualquier caso, el legislador español parece resolver así una serie de cuestiones relativas a la circulación del derecho de emisión.

⁽⁴⁴⁾ En virtud de decisión adoptada por el Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004.

En primer lugar, la inscripción en el Registro nacional es constitutiva, ya que la Ley 1/2005 declara que la inscripción en el registro producirá la transmisión de los derechos de emisión.

En segundo lugar, el modo de transmisión del derecho de emisión será así inscripción en la cuenta de haberes, y la inscripción producirá a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los bienes.

En tercer lugar, desde que se practica la inscripción la transmisión es oponible a terceros. Efectuada la inscripción de la transmisión de los derechos de emisión será oponible frente a terceros, sean éstos la Administración competente, en el momento de demostrar el cumplimiento de la obligación de entrega ⁽⁴⁵⁾ o frente a cualquier tercero de buena fe.

El tercero adquirente, a título oneroso, de los derechos de emisión anotados, de quien según los asientos del registro aparezca legitimado para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación salvo que haya obrado de mala fe o con culpa grave.

Destacamos que la irreivindicabilidad del adquirente de los derechos de emisión (frente a lo que ocurre con los títulos al portador pero al igual que en el caso de los valores representados mediante anotación en cuenta) solamente se produce para el adquirente de buena fe a título oneroso, que es la hipótesis normal en los mercados de valores pero no necesariamente en el mercado de derechos de emisión.

Los asientos en el registro contable tendrán plena eficacia legitimadora, que actúa en un doble plano.

De entrada, la inscripción previa a su favor es requisito ineludible para la transmisión y el ejercicio de los derechos que correspondan a su titular.

Seguidamente, esa inscripción determina la legitimación activa para el ejercicio de los derechos de uso representados mediante la anotación en cuenta, puesto que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo del derecho de emisión y podrá entregarlo para cumplir con sus obligaciones.

Ahora bien, el legislador no nos resuelve todas las cuestiones relativas al traspaso posesorio del derecho de emisión, en particular aquellas relativas a la

(45) “Antes del 30 de abril de cada año, los titulares de las instalaciones o los administradores fiduciarios deberán entregar un número de derechos de emisión equivalente al dato de emisiones verificadas inscrito de conformidad con lo dispuesto en el artículo 23.

La entrega determinará la transferencia de derechos de la cuenta de haberes del titular a la de haberes de la Administración General del Estado y quedará reflejada en las tablas de entrega de derechos y de estado de cumplimiento” (artículo 27.2 de la Ley 1/2005).

constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre los derechos de emisión.

De entrada, ya sabemos que el Derecho español no reconoce la figura de la “transmisión de la propiedad en función de garantía”, entendiéndose que, por el carácter causal de nuestro derecho, no existe una verdadera transferencia de la propiedad.

Por lo tanto, un negocio de constitución de un derecho limitado de garantía debe cumplir con las formalidades aplicables al mismo para ser válido en nuestro sistema jurídico. El derecho real de prenda no nace hasta que la cosa se haya puesto en posesión del acreedor pignoraticio (artículo 1863 del CC), y no surte efecto la prenda contra tercero si no consta por instrumento público la certeza de la fecha (artículo 1865 del CC).

Nos hallamos así en una situación idéntica a la mencionada en relación con la transmisión del derecho de emisión antes de la modificación del RDL 5/2005: o bien resulta de aplicación el régimen jurídico de los derechos subjetivos incorporales o debemos aplicar el régimen aplicable a los bienes muebles.

Si el derecho de emisión se caracteriza por la “cosificación” del derecho incorporado, la prenda del derecho de emisión debe estar próxima a la prenda de bienes muebles y alejada de la prenda de derechos, por lo tanto el traslado de la posesión preceptivo, conforme al artículo 1862 del CC, se debería haber sustituido por la anotación en cuenta en el registro informático contable.

Ahora bien, al no quedar claro si la constitución de garantías va a tener acceso al registro, es evidente que la prenda de derecho de emisión deberá hacerse en instrumento público para tener efectos frente a terceros, porque si no fuera así, en una situación de concurso, se podría exigir al receptor de la garantía que la devolviese, careciendo de cualquier derecho preferente sobre el mismo.

En el mismo sentido, el otorgamiento de prendas sin desplazamiento sobre derechos de emisión va a requerir del otorgamiento de una escritura pública o póliza intervenida y además de la inscripción del instrumento público en el Registro de bienes muebles. Los bienes pignorados deberán permanecer situados en un lugar determinado en poder de su dueño y en concepto de depósito, de tal modo que, incumplida la obligación asegurada, el acreedor pueda proceder a su venta y cobrarse con su precio.

Además de lo anterior, es decir, la falta de acceso al Registro nacional de derechos de emisión de los derechos reales de garantía sobre los derechos de emisión y de otros gravámenes y la necesidad de otorgar escritura pública, hay que añadir las dificultades conocidas relativas a la ejecución de garantías y la prohibición del pacto comisorio que han hecho del otorgamiento de garantías

financieras un serio obstáculo para el desarrollo de determinadas operaciones financieras en nuestro país.

El legislador comunitario se ha hecho eco de dichas dificultades en el ámbito financiero y ha armonizado el Derecho interno de los Estados miembros en relación con los acuerdos de garantía financiera⁽⁴⁶⁾, ocasión que ha sido recientemente aprovechada por el Gobierno español para incorporar la Directiva 2002/47 y para sistematizar la diferente normativa vigente aplicable a los acuerdos de compensación contractual y a las garantías de carácter financiero, así como los efectos derivados de la apertura de un proceso concursal o de un procedimiento de liquidación administrativa sobre dichos acuerdos y garantías. La transposición de la citada Directiva introduce importantes novedades para el régimen jurídico de las garantías financieras y los acuerdos de compensación contractual a los que se aplica. Merece la pena mencionar las principales novedades del RD-L 5/2005 en relación con las garantías financieras:

- a) Se acepta que la constitución de garantías financieras se pueda realizar mediante la transmisión de la propiedad plena del objeto de la garantía.
- b) Se eliminan formalidades que flexibilizan el régimen de constitución de las garantías financieras, como la exigencia de que la prenda conste en escritura pública para gozar de efectos frente a terceros.
- c) Se aceptan y regulan los derechos de sustitución y disposición del objeto de las garantías pignoraticias sin pérdida del rango o preferencia en la prenda.
- d) Se permite el ajuste de las garantías mediante la aportación de garantías complementarias, que son tratadas como si hubieran sido aportadas de manera simultánea al objeto inicialmente aportado.
- e) Se acepta el pacto de apropiación de la cosa dada en prenda como forma de ejecución de un acuerdo de garantía financiera, y
- f) Se regulan los efectos del concurso sobre las garantías financieras y los acuerdos de compensación contractual.

Ahora bien, a los derechos de emisión no les resultará de aplicación aquella normativa diseñada para otorgar seguridad al mercado financiero al no tratarse de operaciones que el legislador considere que deben estar especialmente protegidas. Ello se plantea ahora en sede de otorgamiento de garantías financie-

(46) Directiva 2002/47 del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

ras, pero el tema vuelve a surgir en materia de acuerdos de compensación, sobre el que volveremos más adelante ⁽⁴⁷⁾.

III. EL MERCADO DE DERECHOS DE EMISIÓN

1. Cuestiones generales

El mercado de derechos de emisión se aleja totalmente de otros modelos de mercado en cuanto al grado de intervención de la Administración. El derecho de emisión circulará en el mercado, sin que medie intervención pública de ningún tipo ⁽⁴⁸⁾.

Así, la transmisión de la propiedad del derecho de emisión estará sometida a las normas generales de nuestro ordenamiento jurídico (artículo 609 del CC), que suponen necesariamente una entrega del bien en el momento de la puesta en poder y posesión del derecho de emisión por el vendedor al comprador (artículo 1462 del CC) y no estará sometida a otras reglas, como podría ser la normativa del mercado de valores ⁽⁴⁹⁾ (con la excepción de los instrumentos financieros de derechos de emisión, sobre los que nos detendremos en el próximo epígrafe).

Ello porque el mercado de derechos de emisión, al igual que el mercado financiero, en particular el mercado de valores, necesita que el derecho de emisión circule como un título negociable estando representado por medio de anotaciones en cuenta, habiendo sido emitido por persona o entidad pública [o

⁽⁴⁷⁾ Sin embargo, están incluidos los instrumentos derivados de derechos de emisión en la aplicación de los acuerdos de compensación contractual (artículo 5 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).

⁽⁴⁸⁾ ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “El mercado financiero de derivados de derechos de emisión”, en *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, núm. 66, junio de 2004, Madrid, pp. 29-37.

⁽⁴⁹⁾ Recordemos que nuestro Tribunal Constitucional define el sistema financiero como: “*el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de las cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión, suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda)*” (STC 133/1997, de 16 de julio). GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., “La admisión de acciones ‘bancarias’ a cotización bursátil. (Concurrencia de las exigencias del derecho bursátil con el estatuto especial de la Sociedad Anónima de Crédito)”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verderra y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 997; CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del mercado de valores*, tomo I, Madrid, 1992, p. 13. RABADÁN FORNIES, M., *Sistema financiero y Bolsa. La financiación de la empresa a través del Mercado de Valores*, Madrid, 1985, p. 5, lo define como “*el conjunto de instituciones que generan, recogen, administran y dirigen tanto el ahorro como la inversión, en una unidad político-económica*”.

privada] y agrupado en emisiones ⁽⁵⁰⁾; la causa del título de emisión es la protección del valor ambiental, lo que lo aleja del ámbito del mercado financiero.

Sin embargo se le va a acercar.

Se le acerca por las características jurídicas relativas a su entrega y puesta a disposición (la anotación en cuenta) y se le acerca por la misma realidad de las cosas.

Los derechos de emisión serán susceptibles de negociación *over the counter*; o de forma abreviada OTC, entre privados, fuera de mercados organizados, por intermediarios (que podrían ser financieros al amparo de la reciente Directiva 2004/39 relativa a los mercados de instrumentos financieros —conocida como Directiva de Servicios de Inversión 2 o DSI2—) ⁽⁵¹⁾ que contratan directamente entre ellos o con sus contrapartes mediante sistemas informáticos de correo electrónico, facsímiles o simplemente por teléfono ⁽⁵²⁾. Pero al acercarse pero no ser subsumible como objeto del mercado financiero no va a gozar de determinados beneficios que el ordenamiento jurídico le otorga a las entidades integrantes del sistema financiero, a saber, la derogación de las normas generales concursales para la compensación de deudas, tema sobre el que volveremos más adelante.

Por lo tanto, el mercado de derechos de emisión es un mercado inspirado en el mercado OTC por antonomasia: el mercado de derivados financieros. En palabras de SÁNCHEZ ANDRÉS, “...en la medida que todos esos productos llegan a configurarse mediante un contenido normalizado, son susceptibles de

⁽⁵⁰⁾ El concepto de “valor negociable” ha sido analizado ampliamente por nuestra doctrina. SÁNCHEZ-CALERO, F., en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1995, p. 25; LÓPEZ SANTANA, N., “El ámbito objetivo del mercado de valores: delimitación del concepto de valor negociable tras la introducción del concepto de instrumento financiero y aproximación de este último”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 88, 2002, pp. 75-126; KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *La reforma de la Ley del Mercado de valores*, Valencia, 1999, p. 42; CARLOS BERTRÁN, F. y FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., *El Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 1992, p. 432. Nuestro más Alto Tribunal dice sobre el mercado de valores o el mercado de capitales: “...el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen los valores negociables —representados por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos— emitidos por personas o entidades públicas o privadas y agrupados en emisiones” (STC 133/1997, de 16 de julio).

⁽⁵¹⁾ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CE y 93/6 del Consejo y la Directiva 2000/12 del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE.

⁽⁵²⁾ LÓPEZ TELLO, J., “Fiscalidad de los derivados cotizados en mercados OTC”, en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, dirigido por Díaz Ruiz, E. y Larraga, P., Madrid, 1997, p. 89.

negociación impersonal y resultan aptos para ser liquidados en régimen de compensación multilateral, no es dudoso que fomentan el proceso de cosificación de los derechos de contenido económico y facilitan una nueva transformación en cuasi valores de potestades antes meramente contractuales y abstractas” ⁽⁵³⁾.

La negociación fuera de mercado de los derechos de emisión implica, en primer lugar, la no existencia de un sujeto interpuesto entre comprador y vendedor del derecho de emisión, la Cámara de compensación, que ofrece contrapartida vendedora al comprador y compradora al vendedor y por lo tanto hace prácticamente desaparecer, o disminuye de manera importante, el riesgo de contraparte, ya que éste está representado por la Cámara de compensación. Además, quien asume una posición compradora o vendedora ante el mercado ha de prestar garantías en aseguramiento del cumplimiento de sus obligaciones al vencimiento de la operación, por lo que el sistema de garantías disminuye también el riesgo de contraparte. Finalmente, dicha garantía es objeto de actualización diaria por referencia a la evolución de mercado, por lo que la pérdida derivada del incumplimiento, por un miembro, de sus obligaciones se verá limitada a la fluctuación del contrato desde la fecha de la última actualización ⁽⁵⁴⁾.

En segundo lugar, los mercados ofrecen liquidez a los contratantes. Es el mercado quien ofrece liquidez a los inversores que desean deshacer o liquidar anticipadamente una posición, para lo cual la Sociedad rectora del mercado ofrece contrapartida de signo contrario a la que se desea deshacer. Este mecanismo, desde un punto de vista estrictamente patrimonial, supone la cancelación de los efectos económicos de la posición liquidada mediante el establecimiento de una nueva relación jurídico-contractual, generadora ésta de efectos patrimoniales opuestos a los que se desean eliminar y que, por este motivo, los neutralizan, extinguiéndose mediante compensación las posiciones acreedoras y deudoras existentes entre las partes. Esta fórmula se posibilita por la utilización de contratos negociados que se regulan por las autoridades competentes y que determinan no sólo su necesaria contratación a través del mercado, sino también su normalización o estandarización en cuanto a la fecha y términos de

⁽⁵³⁾ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma de los mercados de títulos en España”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 2353.

⁽⁵⁴⁾ Recordemos la posibilidad de que entidades de contrapartida central realicen funciones de interposición por cuenta propia, en los procesos de compensación y liquidación de las obligaciones derivadas de la participación de las entidades miembros de los sistemas de compensación y liquidación de valores o instrumentos financieros reconocidos en la Ley 41/1999, así como respecto de las operaciones no realizadas en mercados oficiales (artículo 44 ter 1 de la LMV). SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, Barcelona, 2000, p. 111.

cumplimiento, de forma que sólo es objeto de negociación el precio mismo del contrato, precio que se negocia con la Sociedad Rectora, por cuanto no existe relación directa entre comprador y vendedor, sino que la contratación se realiza a través del correspondiente mercado, que actúa así de contraparte ofreciendo liquidez a los contratantes, de forma que el riesgo de crédito viene referido al mercado mismo y no a la contraparte final, frente al cual se asume la obligación de constitución y ajuste periódico de garantías en función de la evolución de precios.

Existen plataformas de negociación⁽⁵⁵⁾ que admiten contratos de entrega física de derechos de emisión y de instrumentos financieros sobre ellos⁽⁵⁶⁾.

Por contra, los derechos de emisión negociados de manera bilateral se caracterizan por la ausencia de regulación en cuanto al contenido contractual, así como por su celebración con carácter privado y al margen de todo sistema organizado de mercado, lo que determina el carácter negociado del contrato en lugar de su estandarización, resultando el contenido de la libre voluntad de las partes. El hecho de que los contratos sean diferentes reduce la liquidez del mercado y aumenta el riesgo de crédito recíproco de las partes.

Sin embargo, las ventajas ofrecidas por el mercado regulado no han sido óbice para el desarrollo de negociación OTC⁽⁵⁷⁾. La regulación que restringe la competencia entre los sujetos del mercado financiero no parece otorgar sufi-

(55) Si bien se ha utilizado en la práctica la expresión de sistemas alternativos de negociación, la DSI2 sustituye la expresión por “sistemas de negociación multilaterales”, que queda definido de la siguiente manera: “*Sistema de negociación multilateral es un sistema multilateral operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir dentro del sistema y según normas no discrecionales —los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos*” (artículo 4.1.15 DSI2).

(56) Se trata del *International Petroleum Europe* (IPE) con sede en el Reino Unido, el *European Energy Exchange* (EEX) con sede en Alemania, el *EXAA* en Austria, *Powernext* en Francia o el *Nord Pool* de los países nórdicos. Estos mercados de *commodities* ofrecerán los esenciales índices de precios. “EEX to offer CO₂ contract from '05”, *Point Carbon (publicación electrónica)*, Oslo, 16 de julio de 2004 (disponible en pointcarbon.com); “Exchanges look at EU ETS contracts”, *Carbon Finance*, núm. 3, 2004, p. 2; “Carbon emissions Trading. A Green future”, *The Economist*, 11 de septiembre de 2004, p. 75.

(57) A partir de las limitaciones de las reglas de limitación de competencia entre los operadores de Bolsa y los del mercado OTC en los Estados Unidos, así como a través de la reforma de la Bolsa británica, la cuestión se plantea en Francia y en nuestro país como la “*conveniencia de potenciar, institucionalizar y dotar de autonomía la dimensión comercial de la industria de valores, respecto de la función complementaria —y en ocasiones muy acentuada— de fedatarios públicos que en los sistemas latinos acumulaban los operadores de mercado, es decir, los agentes de cambio*”. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma de los mercados...”, ob. cit., p. 2357.

cientes ventajas en la formación de precios que justifiquen la intervención en la estructura del mercado para favorecer la negociación ⁽⁵⁸⁾.

La competencia entre diferentes posibilidades de ejecución tendrá efectos dinamizadores si es susceptible de disminuir los costes de transacción, facilitar liquidez al mercado, apoyar estrategias sofisticadas de *Trading* y ayudar a estandarizar la ejecución del contrato ⁽⁵⁹⁾.

Para ello, se intenta mitigar el riesgo de contraparte y aumentar la liquidez en el mercado OTC de derecho de emisión a través de otros mecanismos, como es la intervención de intermediarios en el mercado y la estandarización de las estructuras contractuales.

2. Actividad de intermediación

El mercado de derecho de emisión se acerca al sistema financiero por la importancia que adquiere la actividad de intermediación ⁽⁶⁰⁾, que canalizará y conciliará la oferta y la demanda de unidades excedentarias y deficitarias ⁽⁶¹⁾.

La importancia y la necesidad de que exista una actividad de intermediación se explican, en el mercado de derechos de emisión, si atendemos a la incertidumbre de los números y sobre todo a la dificultad de conocer los pre-

⁽⁵⁸⁾ *London Economics*, 2002, citado en la propuesta de DSI2.

⁽⁵⁹⁾ Los sistemas financieros de la Unión Europea que permiten la competencia entre plataformas, así como otras formas alternativas de *Trading*, se caracterizan por una mayor capitalización bursátil (170% del PIB), así como por una mayor liquidez (407% del PIB) cuando se comparan con sistemas que favorecen el intercambio en mercado organizado y restrictivo (80% y 130% respectivamente). Datos de la *International Federation of Stock Exchanges y Federation of European Stock Exchanges*, 2002.

⁽⁶⁰⁾ Recordemos a los efectos oportunos, que se verán más adelante en sede de la naturaleza de la compraventa, que el intermediario financiero responderá frente a su cliente en virtud de un contrato de gestión, que responde al tipo genérico de comisión mercantil (ex artículo 244 del CCo y siguientes). No habrá diferencias a nuestros efectos si el comisionista fuera miembro de un mercado ya que, en ese caso, el mandato mercantil tendrá por objeto una operación de comercio que se llevará a cabo en el mercado. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, vol. II, 26.^a ed., Madrid, 2003, p. 254; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 12.^a ed., Madrid, 1982, p. 463; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Barcelona, 2000, p. 628.

⁽⁶¹⁾ CUERVO, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO, J.A., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medios en España*, Barcelona, 1987, p. 1; GARCÍA PITA Y LASTRES J.L., *El contrato bancario de descuento*, Madrid, 1990, p. 26; GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, 2.^a ed., Madrid, 1975, p. 32; DE GISPERS PASTOR, M. T., *Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español*, Barcelona, 1986, p. 3; MARTÍN OVIEDO, J.M., *Ordenación legal del sistema financiero español*, Madrid, 1987, p. 17; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1997, p. 152.

cios⁽⁶²⁾. La interposición del intermediario hace de puente entre las unidades excedentarias y deficitarias en un mercado a nivel europeo que incluye a oferentes y demandantes poco familiarizados con la gestión de sus riesgos industriales a través de la negociación de derechos o de bienes. Merece la pena mencionar que la inmensa mayoría de titulares incluidos en el mercado de derechos de emisión de gases de efecto invernadero son pequeñas y medianas empresas.

Teniendo en cuenta que se va a tratar de participantes industriales competidores es importante apuntar que el intermediario permitirá además el mantenimiento de la confidencialidad de la identidad de la contraparte en la operación.

La función del intermediario financiero ha ido aumentando desde la década de los noventa y en la actualidad la distinción entre mercado e intermediario resulta menos hermética de lo que a primera vista parece⁽⁶³⁾. Es verdad que las bolsas disfrutaban de una exclusiva nacional para la equiparación organizada de intereses de compraventa de valores emitidos a nivel local, pero en relación con los valores OTC los grandes intermediarios representan un punto alternativo de liquidez para los participantes en el mercado. El uso del término “gestores del mercado”, en la Directiva de Servicios de Inversión 2, con respecto a esta actividad, resalta la medida en que los intermediarios podrían sustituir la negociación en bolsa.

(62) “¿Dónde está el valor añadido de un broker?”, se pregunta TEMBOURY MOLINA. Sin duda en la información que aporta sobre los precios de los mercados, y especialmente para negociaciones de derivados y opciones que no comporten entrega física. En síntesis, el suministro en competencia a clientes, que siempre comporta una transacción física, parece que encaja bien con intermediarios especializados en comprar y vender; dispuestos a asumir posiciones abiertas en un mercado de contado y con capacidad de negociar con clientes que finalmente consuman el producto”. Citado en FABRA UTRAY, J., *¿Liberalización o regulación? Un mercado para la electricidad*, Madrid, 2004, p. 257.

(63) El antagonismo entre los sistemas de concentración bursátiles (*auction-system*) y el sistema de contratación bilateral ha podido ser alimentado por el enfrentamiento entre la *New York Stock Exchange*, que ha permanecido fiel al sistema de concentración, y el llamado *Nasdaq*, mercado desarrollado por los operadores de valores no cotizados en Bolsa en los Estados Unidos y basado en la negociación entre operadores. La diferencia principal se da en relación con el precio de transacción, que en el primer modelo refleja el precio de equilibrio entre las posiciones centralizadas de oferta y demanda y en el segundo modelo se negocia de forma bilateral entre los agentes y los inversores a partir de unos precios publicados pero no vinculantes. URETA DOMÍNGO, J.C., “Las instituciones del mercado: *brokers* y *dealers*, las sociedades y agencias de valores y bolsa”, en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, dirigido por Sánchez Fernández de Valderrama, J.L., 6.ª ed., Barcelona, 2001, p. 278.

Se anticipa en el mercado de derechos de emisión la participación de intermediarios mayoristas que compran y vendan en operaciones bilaterales⁽⁶⁴⁾, aumentando la liquidez del mercado, al igual que ha pasado en aquellos países europeos donde los reguladores no han promocionado la creación de mercados organizados de electricidad.

Asimismo se anticipa la intervención de intermediarios de corretaje entre oferentes y demandantes que utilizan la forma de *traders*⁽⁶⁵⁾, que pueden ser inversores por cuenta propia⁽⁶⁶⁾, llegando a actuar como creadores de mercado⁽⁶⁷⁾ (o *market makers*) y aportando liquidez al mercado.

(64) Se trata de los *brokers*, en palabras de URETA DOMINGO aquella persona o entidad que actúa como intermediario entre un comprador y un vendedor, en transacción de valores, cargando una comisión. El *broker* actúa como agente, es decir, no toma ninguna posición propia ni siquiera con carácter temporal, son que se limita a casar dos posiciones contrarias al precio que resulte satisfactorio para las partes. URETA DOMINGO J.C. “Las instituciones del mercado...”, ob. cit., p. 276.

(65) Se denomina *dealer* a la persona o entidad que actúa como “principal” en una transacción de valores, actuando por su cuenta y riesgo, tomando posiciones propias y teniendo, en consecuencia, en cada momento un inventario de valores. Ello conlleva un elemento de “riesgo de cartera” (*inventory risk*), que es lo que distingue al *dealer* del *broker*. URETA DOMINGO, J.C., “Las instituciones del mercado...”, ob. cit., p. 276.

(66) La nota de la actuación por cuenta propia diferencia a los *traders* de los intermediarios financieros, gestores de intereses ajenos, y comisionistas a los efectos de nuestro Código de Comercio. Es unánime entre la doctrina que no cabe que el comisionista actúe por cuenta propia. GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., “La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista”, en *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, tomo III, Madrid, 1996, p. 2818.

(67) “La persona que se presenta regularmente en los mercados financieros declarándose dispuesta a negociar por cuenta propia, comprando y vendiendo instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por él” (artículo 4.1.8 DSI2). El legislador contempla así una categoría con entidades generadoras de liquidez entre los participantes en los mercados, ya que proporcionan contrapartida a quienes desean contratar y contribuyen así a dar al mercado un grado de liquidez determinante tanto para la propia existencia del mercado como para la adecuada formación de precios. VILARROIG MOYA, R., *La tributación de las opciones financieras*, Pamplona, 1998, p. 434. El *market-maker* no sólo mantiene un inventario o cartera propia de valores, sino que además cotiza continuamente en el mercado precios de oferta y demanda respecto del valor o valores para los que hace de *market maker*, y está dispuesto a comprar o vender ese valor a los precios que publica. URETA DOMINGO, J.C., “Las instituciones del mercado...”, ob. cit., p. 276. Es interesante ver el artículo 4.5 de los Reglamentos de MEF sobre la actividad de miembros creadores de mercado, y los artículos 11, 12, 15 y 17, en relación con las actividades de la sociedad rectora en la negociación, registro y liquidación de contratos, complementarias de la actuación interpositora en la contratación como cámara compensadora.

Los *traders* suelen actuar por motivos de cobertura; pueden actuar por cuenta propia, en cuyo caso se suelen denominar *traders* especuladores⁽⁶⁸⁾, o exclusivamente por cuenta de sus empresas matrices o filiales, en cuyo caso se acercará su función a la de los intermediarios financieros⁽⁶⁹⁾.

En nuestro ordenamiento jurídico en estos momentos vigente, el intermediario financiero en general está sometido a tres grandes requisitos, resumidos de la siguiente manera por TAPIA HERMIDA⁽⁷⁰⁾.

En primer lugar, la tipificación de aquellas actividades características de la intermediación en los sectores del mercado financiero, a saber, el mercado bancario, el mercado de valores y el mercado de seguros y la reserva de su desarrollo habitual a los intermediarios o entidades financieras que ofrezcan las suficientes garantías.

En segundo lugar, la exigencia de que las entidades cumplan una serie de requisitos de acceso a la actividad de intermediación y de ejercicio de ésta.

Finalmente, la validez general de la autorización administrativa de los intermediarios (el denominado “pasaporte comunitario” o “licencia única”) para actuar en el territorio de la Unión Europea.

La tipificación de los servicios de inversión y de las actividades complementarias la hallamos en los artículos 63 y 64 de la LMV⁽⁷¹⁾ y se limitan, de momento, a los siguientes instrumentos:

“a) Los valores negociables, en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión y los instrumentos del mercado monetario que tengan tal condición.

(68) Si sólo estuviera permitida la contratación con fines de cobertura o arbitraje, ello supondría un encarecimiento de los costes de transacción difícilmente soportable, porque la cobertura en una operación requiere encontrar una contraparte en el mercado con unas necesidades perfectamente simétricas a las que son objeto de cobertura. SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 228.

(69) El papel de los *traders* ha encontrado un cierto desarrollo en el mercado eléctrico, en el que los comercializadores o intermediarios son susceptibles de negociar con electricidad por cuenta propia (o por cuenta de la matriz) o por cuenta ajena. FABRA UTRAY, J., *¿Liberalización o regulación?...*, ob. cit., p. 256.

(70) TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, 2003, p. 80.

(71) El régimen de acceso al mercado de la banca privada está sometido a la imposición de conjuntos normativos de carácter imperativo, debido a “*los objetivos de la política monetaria y crediticia, la salvaguarda del funcionamiento del sistema financiero y la tutela, en último término, del ahorro y de la inversión*”.

- b) *Los instrumentos financieros a que se refiere el artículo 2 de la presente ley.*
- c) *Los instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores negociables” (artículo 63.4 de la LMV).*

Por lo tanto, creemos que los intermediarios financieros que sólo operen en derechos de emisión no están sometidos al ámbito de aplicación de la normativa del mercado de valores.

Por otra parte, si bien la DSI2 podría incluir en su ámbito de aplicación a determinados intermediarios de materias primas ⁽⁷²⁾, no parece tener mucho sentido que el legislador español calificara de materia prima a un derecho calificado como derecho subjetivo si no lo ha hecho el legislador comunitario en el ámbito de aplicación de la DSI2.

Ello será diferente si los intermediarios negocian instrumentos financieros sobre derechos de emisión.

3. Especialidad del instrumento financiero

Los intermediarios financieros han desarrollado instrumentos financieros sobre derechos de emisión para minimizar el riesgo de la subida o bajada de

⁽⁷²⁾ Quedan fuera del ámbito subjetivo de la DSI2 las siguientes categorías: “2 (b) *las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices*”. Quedarán así incluidas en el ámbito de aplicación de la DSI las empresas de negociación especulativa. “2 (k)—*las personas cuya actividad principal consiste en negociar por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas. Esta excepción no será aplicable cuando las personas que negocien por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas formen parte de un grupo cuya actividad principal sea la prestación de otros servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva o de servicios bancarios de conformidad con la Directiva 2000/12/CE*”. Esta excepción no resultará aplicable a la mayoría de *traders* de energía, ya que su actividad principal se considera de entrega física y no de derivados sobre materias primas, y tampoco a los *traders* de las empresas eléctricas, cuya actividad principal, considerado el consolidado de los grupos, no será jamás la actividad de *trading*. “2 (i) *las personas que negocian por cuenta propia en instrumentos financieros o prestan servicios de inversión en derivados sobre materias primas o contratos de derivados a que hace referencia el punto 10 de la sección C del anexo I a los clientes de su actividad principal, siempre que lo hagan como actividad auxiliar con respecto a la principal, cuando se considere como parte de un grupo y dicha actividad principal no sea la prestación de servicios de inversión en el sentido de la presente Directiva o de servicios bancarios según la Directiva 2000/12*”. Esta excepción la retomaremos más atrás en sede de instrumentos financieros pero apuntamos aquí que van a estar excluidos de la aplicación de la DSI2 los departamentos de *trading* de las empresas eléctricas, pero no así las filiales de aquellas empresas que hayan optado por separar las ramas de actividad. FABRA UTRAY, J., *¿Liberalización o regulación?...*, ob. cit., p. 256.

precio de los títulos sobre SO₂ o NO_x en los Estados Unidos ⁽⁷³⁾ y, atendiendo a las características del derecho de emisión, anticipamos la creación de instrumentos financieros sobre derechos de emisión ⁽⁷⁴⁾. Para la existencia de un mercado de futuros se reitera habitualmente que, en primer lugar, debe existir suficiente volatilidad en el precio del activo subyacente ⁽⁷⁵⁾.

Es imprescindible que exista riesgo ⁽⁷⁶⁾ en la variación del precio para que exista interés en la contratación a futuro. Un mercado muy estable difícilmente daría base para un mercado de esta naturaleza. La volatilidad económica del derecho de emisión viene provocada por una serie de factores: el desconocimiento del límite máximo del mercado, la incertidumbre relacionada con la segunda fase del Protocolo de Kioto y sobre todo las dudas a medio plazo en relación con las asignaciones a partir del 2008.

En segundo lugar, el activo subyacente debe ser suficientemente homogéneo para que pueda ser contratado conforme a unas características bien definidas. Ello exige la estandarización de los contratos de tal modo que la negociación de un futuro tenga por objeto un activo cuyos términos y condiciones estén preestablecidos y que éste sea entregado de acuerdo con unos requisitos de condiciones técnicas, lugar y tiempo fijados con anterioridad.

La calidad del derecho de emisión viene determinada por el legislador comunitario, quedándole muy poco margen al legislador nacional. De hecho, la discrecionalidad alcanza exclusivamente a la posible conservación o arrastre del derecho de emisión a partir del período 2008-2012.

Ahora bien, las condiciones de entrega y pago del subyacente, sea éste un derecho de emisión o una unidad de Kioto, se delimitan por las partes en virtud de su libertad para contratar, por lo que es esencial la estandarización de los

⁽⁷³⁾ Emissions Trading Education Initiative, *Emissions Trading Handbook*, Milwaukee, 1999, p. 29.

⁽⁷⁴⁾ COSTA RAN, L. y FONT VILLALTA, M., *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas*, Madrid, 1992, pp. 18 y 105; MENEU, V.; LUCÍA, J.; PARDO, A.; DE BENITO, R., "Mercados derivados de mercancías y servicios", en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, dirigido por Sánchez Fernández de Valderrama, J.L., 6.ª ed., Barcelona, 2001, p. 1065.

⁽⁷⁵⁾ CUÑAT EDO, V., "Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico", en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, dirigido por Díaz Ruiz, E.; Larraga, P., Madrid, 1997, p. 116.

⁽⁷⁶⁾ No en vano se vienen empleando en los últimos tiempos como mecanismo eficiente de aseguramiento frente a eventualidades patrimoniales adversas de la más diversa índole, desastres naturales, pérdidas en apuestas deportivas, infortunios cubiertos de ordinario mediante la contratación de seguros, contingencias previstas en los regímenes administrativos de la legislación sobre coberturas y prestaciones sociales. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Contratos bursátiles a plazo y reforma española de los mercados de valores*, Madrid, 1999, p. 22.

términos generales de contratación a través de los llamados contratos marco que tendremos ocasión de examinar con mayor detenimiento en la sección siguiente.

En tercer lugar, debe existir una estructura de mercado en donde se negocia el activo subyacente que ofrezca suficiente competitividad. Ello exige un gran número de participantes, un suficiente volumen de operaciones y la existencia de un verdadero régimen de competencia.

Para ello es necesario que en el mercado de derechos de emisión, activo subyacente, se proteja la libre competencia y se eviten las prácticas restrictivas o los abusos de posición de dominio ⁽⁷⁷⁾.

Ello no implica que la contratación del derecho de emisión tenga que estar vinculada a un mercado regulado, sino que lo que es imprescindible es la generación de información transparente. Los economistas están unánimemente de acuerdo en que uno de los requisitos para el buen funcionamiento del mercado es superar aquellas distorsiones o barreras causadas por información imperfecta ⁽⁷⁸⁾. Señalaba TIETENBERG cómo la información es esencial para el diseño mismo del mercado de derechos de emisión, ya que debe expresar los costes del daño ambiental, los costes de la compensación y los costes de mitigación según el Teorema de COASE ⁽⁷⁹⁾, pero además la información sobre precios es fundamental para que se pueda desarrollar un mercado de instrumentos financieros sobre derechos de emisión ⁽⁸⁰⁾.

⁽⁷⁷⁾ BOUCQUEY, N., *Aspects juridiques des marchés de pollution: conception, régulation et responsabilité*, Bruselas, 1998, p. 199.

⁽⁷⁸⁾ La idea parte de la teoría de la “*efficient capital market hypothesis*”, según la cual los mercados de capitales son eficientes porque “*los precios de los valores mobiliarios incorporan toda la información relevante y disponible, tanto sobre el valor de que se trate como sobre el mercado en general. En un mercado eficiente, los precios de los títulos se ajustarán de forma inmediata a las nuevas informaciones que accedan al mercado, hasta alcanzar un nuevo precio de equilibrio que será el resultado de la información disponible en ese momento y así sucesivamente. Y esta incorporación de la información a los precios de los títulos se producirá a pesar de no tener la mayoría de los inversores acceso a la misma, y aunque sea valorada de distinta forma por los operadores de mercado*”. Teoría que, según el autor, “*puede ser tomada como punto de referencia en nuestro país a la hora de configurar las condiciones de responsabilidad de las sociedades por las informaciones falsas o incompletas divulgadas al público*”. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., “La eficiencia del mercado de capitales. Securities law de EE.UU.”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 982.

⁽⁷⁹⁾ COASE, R.H., *ob. cit.*, pp. 1-44.

⁽⁸⁰⁾ REDSHAW, L., “Facilitating liquidity in the EU ETS”, *Carbon finance* (formato electrónico), núm. 7, 2004. La IETA ha puesto en marcha una iniciativa presidida por *Point Carbon* y el *International Petroleum Exchange* para crear un índice de precios del derecho de emisión. WOODWARK, M., “IETA Price Index Working Work”, *ponencia presentada en Carbon Expo*, Colonia, junio de 2004.

“La transparencia del mercado —esencialmente la disponibilidad generalizada de la información relativa a las posibilidades actuales de negociar y las operaciones recientemente concluidas— se considera generalmente como fundamental, tanto para la imparcialidad como para la eficacia de un mercado y, sobre todo, para su liquidez y para la calidad de la formación de precios” (81).

Los instrumentos financieros están incorporados al ámbito de aplicación de la LMV (reforma del artículo 2 de la LMV por la Ley 37/1998), junto a los valores negociables, englobando nuevas realidades contractuales (v.gr. *swaps*, *fras*, opciones, futuros, etc.) que tienen presencia en la realidad cotidiana del mercado financiero y en las que concurren los requisitos establecidos en la norma comunitaria para considerarse englobadas dentro de su ámbito material de aplicación —ser objeto de negociación en mercados regulados— (82).

La LMV los define como:

- “a) los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial o no;*
- b) los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera (...);*
- c) los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no y aunque su subyacente sea o no financiero, comprendiendo a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.*

A los instrumentos financieros les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables”.

De esta forma, quedan subsumidos en el apartado a) los derivados financieros negociados en mercados organizados, en tanto que secundarios; en el apartado b) los derivados financieros objeto de operaciones fuera del mercado OTC, y en el apartado c) otros tipos de derivados, como los crediticios o asegurativos, siempre y cuando sean susceptibles de ser negociados en mercados secundarios. Quedan fuera del ámbito de la Ley, por tanto, los derivados OTC

(81) OICV, *Informe de TC sobre la transparencia y fragmentación del mercado*, Londres, 2001, p. 3.

(82) SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 143.

con subyacente no financiero, ya que no son susceptibles de negociación en mercados secundarios, de valores, por no ser los mercados OTC verdaderos mercados de negociación o secundarios sino simples operaciones individuales, concertadas *tête à tête* entre inversores particulares o empresas de servicios de inversión⁽⁸³⁾.

Los derivados OTC revisten la condición de auténticos contratos, ya que se negocian de forma directa, aislada y sin intervención de cámara de compensación alguna que intermedie la operación, entre dos partes que prestan su consentimiento, que nada tienen que ver con los contratos reglamentados y normalizados que caracterizan los mercados organizados.

La experiencia en Estados Unidos con los derivados de derechos de emisión⁽⁸⁴⁾ demuestra un desarrollo importante en los siguientes contratos financieros.

En primer lugar, a través de la negociación de **contratos a plazo o forward**⁽⁸⁵⁾, que son aquellos en virtud de los cuales la ejecución del contrato por entero queda sometida a un plazo, que permite asegurar el precio del activo en una fecha futura, por cuanto mientras una de las partes se asegura la venta en un momento posterior y a un precio determinado, la otra se asegura su compra por el mismo precio y en la misma fecha⁽⁸⁶⁾.

(83) IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Contratos bursátiles a plazo...*, ob. cit., p. 40.

(84) Emissions Trading Education Initiative, *Emissions Trading Handbook*, ob. cit., p. 29; SANDOR, R., "Implementation issues...", ob. cit., p. 161.

(85) HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 43; SANZ CABALLE-RO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 328; GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 7.^a ed., tomo II, Madrid, 1979, p. 348.

(86) Representativa de la definición del contrato de *forward* es la Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de noviembre de 1990, en la cual, y con ocasión de un pacto de participación de las diferencias de cambio entre divisas, el Tribunal Supremo hizo referencia expresa a la "categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuros (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir unos compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que o cuando se produzca el momento o dies ad quem ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones, tal y como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo o en los intercambios previstos, anticipadamente para su posterior distribución o comercialización sobre productos energéticos)". De manera muy descriptiva, dice la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea de 10 de mayo de 1995 (Asunto C-384/1993 Alpine Investments BV) que "las partes de un contrato de futuros sobre mercancías se comprometen a comprar o a vender una cierta cantidad de mercancías de una calidad determinada a un precio y a una fecha fijados en el momento de la celebración del contrato. Sin embargo (en ocasiones) no tienen la intención de entregar o de hacerse cargo efectivamente de la entrega de las mercancías, sino que sólo contratan esperando poder beneficiarse de las fluctuaciones de precios entre el momento de la celebración del contrato y el mes de la entrega, lo que puede hacerse efectuando en el mercado de futuros, antes del inicio del mes de entrega, la operación inversa a la primera transacción".

La fecha de entrega cierta de derechos de emisión a la autoridad competente hace que el contrato de *forward* (a corto o a largo plazo) sea un instrumento que permita mitigar el riesgo del precio a los titulares de autorizaciones de emisión.

En segundo lugar a través de contratos de **permuta financiera o swaps**⁽⁸⁷⁾, en virtud de los cuales las partes convienen la asunción de obligaciones de pago recíprocamente entre sí, obligaciones de cuya consumación resulta el intercambio entre ellas de determinados flujos dinerarios, flujos cuya determinación tiene lugar, por otra parte, en atención a diversos parámetros o criterios o, en otro caso, obligaciones de entrega de cosas diversas⁽⁸⁸⁾.

En su fórmula más sencilla, los *swaps* van a permitir el intercambio de derechos de emisión de un período de cumplimiento contra derechos de emisión de un período diferente, siempre y cuando sea posible su arrastre o conservación.

En tercer lugar, los *contratos de opción*⁽⁸⁹⁾, que son aquellos en virtud de los cuales “*una parte concede a la otra la facultad en exclusiva de decidir la celebración o no de otro contrato principal, que habrá de realizarse en un plazo cierto y en unas determinadas condiciones, pudiendo también ir acompañado del pago de una prima por parte del optante*”⁽⁹⁰⁾.

Bien es verdad que cabrá, en sede de opciones OTC, dos diferentes acepciones al contrato:

(87) HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 43.; DÍAZ RUIZ, E., “El contrato de swap”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, 1989, p. 734.

(88) El ordenamiento positivo no contiene definición de lo que deba entenderse por contrato de permuta financiera o *swap*, por lo que la doctrina mercantil que se ha ocupado de esta materia ha elaborado diferentes y variadas definiciones de permuta financiera. ALONSO SOTO y DUCE SÁNCHEZ DE MOYA lo definen como una transacción financiera en virtud de la cual diversos organismos o empresas acuerdan intercambiarse flujos de pago en el tiempo. ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera”, en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990, p. 433; DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, I., “El contrato swap”, en *Cuadernos de Derecho judicial. Contratos Bancarios y Financieros*, Madrid, 1993, p. 487; COSTA RAN y FONT VILALTA en sentido parecido resaltan la transacción financiera en la cual dos partes contractuales acuerdan intercambiar extremos de pagos o cobros en el tiempo. COSTA RAN, L. y FONT VILALTA, M., *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial*, 2.ª ed., Madrid, 1992, p. 273.

(89) HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 25.

(90) Definición adoptada en ya múltiples ocasiones por el Tribunal Supremo, Sentencias del Tribunal Supremo de 5 de octubre de 1985, 9 de octubre de 1987, 9 de octubre de 1989, 24 de octubre de 1990, 24 de enero y 8 de marzo de 1991, 3 de febrero, 13 de noviembre y 1 de diciembre de 1992, 18 de octubre de 1993 y 19 de abril de 1995.

En un sentido amplio, una de las partes (vendedor) concede a la otra (comprador) por tiempo determinado y en determinadas condiciones, entre las que se incluye la percepción de una prima por el vendedor, la facultad, cuyo ejercicio se deja al arbitrio del comprador, de decidir sobre la celebración de un contrato principal, cuyos términos y condiciones han sido prefigurados en el de opción; desde un punto de vista estricto la opción es un contrato a plazo por el cual el vendedor concede al comprador, por tiempo determinado y en determinadas condiciones, la facultad, cuyo ejercicio se deja exclusivamente al arbitrio del comprador, de decidir sobre la celebración de un contrato principal de compraventa sobre un instrumento financiero, cuyos términos y condiciones han sido igualmente prefigurados en el contrato de opción⁽⁹¹⁾. Es decir, el contrato por el que el comprador se obliga a comprar y recibir, y el vendedor se obliga a transmitir y entregar en una fecha futura determinada a un precio determinado, determinados activos reales (conocido como liquidación mediante entrega o *physical settlement*).

En el contrato por diferencias, una de las partes (comprador) deviene titular de un derecho de crédito frente a la otra (vendedor) por la diferencia favorable al comprador, expresada en dinero y con referencia a una fecha determinada, existente entre dos precios sobre un mismo instrumento financiero subyacente, uno pactado por las partes y otro de mercado determinable con arreglo a criterios prefigurados. De esta forma, el comprador de la opción devendrá titular de un derecho de crédito frente al vendedor por la diferencia entre el precio estipulado por las partes y el precio de mercado, si éste fuera superior en el caso de la opción de compra, o si el segundo fuera inferior en el caso de la opción de venta. Se trata de la posibilidad de sustituir las obligaciones, si así se ha pactado por las partes, por la de pago por el vendedor al comprador de la diferencia que, como consecuencia de las oscilaciones que acontezcan hasta la fecha de consumación pactada y en razón a las propias oscilaciones del mercado sobre el que recaiga la materia contratada, exista entre el precio de mercado de dicha materia contratada, si éste fuera superior, o por la de pago por el comprador al vendedor en caso contrario (conocido como liquidación por diferencias o *cash settlement*).

Los contratos de opción de derechos de emisión otorgan la opción al comprador, pero no la obligación de comprar los derechos de emisión que le van a faltar para el cumplimiento a un precio determinado en una fecha determinada (opción de compra, denominada en inglés *call option*), mientras que los contratos de opción pueden otorgar al vendedor la opción de vender sus derechos de

(91) SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 410.

emisión sobrantes a un precio determinado (opción de venta, denominada en inglés *put option*).

La DSI2 contiene en Anexo la lista de servicios e instrumentos financieros a los que ésta les resulta de aplicación, incluyendo en su párrafo 10:

“contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipo de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorización de emisión⁽⁹²⁾ o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato) así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía”.

Los instrumentos derivados de derecho de emisión acaban siendo así incluidos expresamente en el texto de la DSI2, tal y como había acordado el Parlamento Europeo, si bien la propuesta de la Comisión no contenía mención expresa y habían sido eliminados de la posición común⁽⁹³⁾.

Pero la inclusión literal va acompañada de una serie de salvedades.

De entrada, la definición de derivados de materias primas incluye sólo los contratos de derivados que deban o puedan liquidarse en efectivo, excluyendo

(92) La versión inglesa de la DSI2 habla de “*emission allowances*” es decir de “derechos de emisión”, de acuerdo con la Directiva 2003/1987, y no de “autorizaciones de emisión”, como transcrito erróneamente el traductor oficial comunitario.

(93) Según el Comunicado Oficial de Prensa de la Comisión “*The Parliament has decided to modify the list of financial instruments by including within the scope of the Directive all those derivatives that, not being commodity or financial derivatives (such as derivatives on freight rates, emission allowances, economic statistics), share with them the same characteristics. The inclusion of those ‘new’ financial instruments, together with commodity derivatives as originally proposed by the Commission, will help protect investors against ‘Enron-type’ manipulations and help guarantee the reliability, fairness and stability of financial markets*”. La justificación esgrimida por el Parlamento fue el aspecto protector de otros sujetos de los mercados financieros, a saber, los intermediarios: “*There is a market for cash settled derivatives related to new classes of underlying subject matter, such as weather, freight rates, emissions allowances and economic statistics. These classes of derivatives should be treated as financial instruments. This will ensure that investment firms have the benefit of the passport to offer these derivatives across Europe subject to the regulatory regime of the Directive*”.

los contratos de materias primas o los contratos de cambio al contado o a plazo que den lugar a una entrega física⁽⁹⁴⁾. Además, el párrafo 10 sólo será incluido en la aplicación de la DSI2 si dichos instrumentos financieros tienen las características de otros instrumentos financieros derivados. El artículo 4.2 de la DSI2 requiere que la Comisión determine, entre otros, cuáles de los contratos derivados deberán estar incluidos en su ámbito de aplicación⁽⁹⁵⁾; para ello la Comisión quedará sometida al procedimiento de comitología previsto en el artículo 64(2)⁽⁹⁶⁾, lo que permite anticipar una consulta ante el Comité Europeo de Valores, para que decida sobre el tema⁽⁹⁷⁾.

La inclusión de los contratos financieros de derecho de emisión a la DSI2 sometería a las contrapartes en una operación de derivados de derechos de emisión a obligaciones adicionales en cuanto a su capacidad para contratar.

Por una parte, ello permitiría que las empresas de servicios de inversión se puedan beneficiar del pasaporte comunitario para la prestación transfronteriza de servicios de inversión en derivados de materias primas.

Asimismo, se podrían beneficiar de la protección de alguna normativa específica como la relativa a los acuerdos de compensación en situación concursal, sobre la que nos detendremos más adelante.

Además, las bolsas y otros sistemas de negociación que prevén la cotización organizada de instrumentos derivados de materias primas podrían basarse en las disposiciones de la DSI2 relativas a la admisión de miembros a distancia, así como facilitar la negociación en pantalla.

(94) Se pueden dar situaciones curiosas en el mercado comunitario porque en algunos países los contratos de electricidad son físicos y en otros son financieros o por diferencias.

(95) En virtud del artículo 4.1 DSI2: *“La Comisión, actuando de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 64, determinará: (...) los contratos de derivados mencionados en el punto 10 de la sección C del anexo I que tienen las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cuestiones, si se comercializan en un mercado regulado o en un SMN, su compensación y liquidación la realizan cámaras de compensación reconocidas y son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía”*. A lo que el artículo 4.2 DSI2 añade: *“2. A fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros y velar por la aplicación uniforme de la presente Directiva, la Comisión, de acuerdo con el procedimiento establecido en el apartado 2 del artículo 64, podrá aclarar las definiciones establecidas en el apartado 1 del presente artículo”*.

(96) Artículo 64. 1. *“La Comisión estará asistida por el Comité europeo de valores establecido por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión (25) (en lo sucesivo denominado el ‘Comité’)”*.

(97) Se anticipa una consulta ante el Comité Europeo de Valores (*Committee of European Securities Regulators* o *CESR*). BATES, C. y BROWN, C., “ISD2 mandates weather derivative regulation review” (formato electrónico), pendiente de publicación en *Environmental Finance*, 2004.

Por el contrario, según lo apuntado más atrás, la Directiva permite excluir a aquellas empresas en las que la negociación de derivados de derecho de emisión sea marginal de su actividad principal, o a aquellas que negocian por cuenta propia, sin actuar como *market makers*. Excepciones que serán seguramente de utilidad para aquellos que tengan que utilizar los derechos de emisión para cumplir con sus obligaciones de entrega, pero que difícilmente van a beneficiar a los intermediarios.

Sin embargo, apuntan BATES y BROWN⁽⁹⁸⁾ cómo la DSI2 está creando un escenario que conlleva riesgos para todos los participantes en el mercado de derecho de emisión. Aunque la Directiva incluya a los derivados del clima o de derechos de emisión en su definición, algunos participantes que ya operen a través de empresas de negociación especializadas en la Unión Europea con el beneficio de una licencia local de servicios financieros, si se ven excluidas de la DSI2, no van a poder extender los beneficios del pasaporte comunitario y van a tener que cumplir con todos los requisitos locales para prestar sus servicios. Por otra, si obtienen el beneficio del pasaporte tendrán que cumplir con un conjunto de normas de conducta, de acceso y de adecuación de capital previstas en la DSI2 que crearán barreras para su entrada en lo que será un nuevo mercado.

Finalmente, aquellos que esperan no estar sometidos al ámbito de aplicación de la DSI2 se podrían encontrar con que algunos de los Estados miembros decidan aplicar requisitos más estrictos en su jurisdicción que creen nuevos obstáculos en la creación de un mercado europeo líquido de instrumentos financieros de aquellos productos derivados no sometidos a la DSI2.

IV. CONTRATO DE COMPRAVENTA

El derecho de emisión será asignado conforme al Derecho público por la Administración General del Estado, adquirente originaria de éste al primer tenedor, pero se redistribuirá por el mercado sin intervención del regulador. Al ser negociado fuera de mercado resulta fundamental la participación de intermediarios y la estandarización de la documentación contractual para paliar riesgos de crédito de las partes y para fomentar la liquidez.

Nos corresponde aquí detenernos en la institución que nos va a permitir la transmisión del derecho de emisión: el contrato de compra y venta, que implica-

⁽⁹⁸⁾ BATES, C. y BROWN, C., "ISD2 mandates...", ob. cit., p. 2.

rá la entrega de una cosa determinada, un derecho de emisión, mediando un precio⁽⁹⁹⁾.

Dice el artículo 1445 del Código Civil que por el contrato de compraventa uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente. De esta definición se deducen claramente las notas que, dentro de nuestro sistema jurídico, constituyen las características de la configuración de este tipo contractual.

La compraventa es un contrato de carácter consensual, que se perfecciona por el mero consentimiento. La compraventa es obligatoria para ambos contratantes que hubieren convenido en la cosa objeto del contrato y en el precio. El acto de entrega de la cosa vendida (la tradición) es obligación del vendedor que inicia la fase de consumación del contrato en las compraventas de régimen normal. Además de obligación del vendedor es un derecho suyo, de tal suerte que la negativa injustificable del comprador a recibir la cosa otorga a aquel el derecho de consignarla.

Los requisitos esenciales del contrato de compraventa vienen determinados por el Derecho común pero, caso de ser compraventa mercantil, la mercantilidad comunica rasgos especiales a los contratos; en palabras de GARCÍA-PITA Y LASTRES, los somete a ciertas reglas o principios jurídicos especiales apartándolos de una aplicación inmediata del Derecho común⁽¹⁰⁰⁾.

⁽⁹⁹⁾ Cabe la posibilidad de que el derecho de emisión se entregue por un acto de liberalidad, de manera gratuita. Ello será así, como hemos visto, en virtud de la asignación por parte del Estado del derecho de emisión a los titulares de autorizaciones de emisión y se podría dar entre sociedades de un mismo grupo a los efectos de minimizar los costes de cumplimiento, como hemos mencionado más atrás en sede de las diferentes cuentas en el registro. Desde el derecho positivo nada obsta para que tenga lugar donación de derechos de emisión entre compañías, si se dan los requisitos previstos en el artículo 618 del CC: *“la donación es un acto de liberalidad, por el cual una persona dispone gratuitamente de una cosa a favor de otra que la acepta”*. DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, 3.ª ed., volumen II, ob. cit., p. 378. El único límite a la práctica de racionalización intra-grupo puede ser la consideración fiscal de precio de transferencia por tratarse de una operación efectuada entre partes vinculadas —con independencia de que ambas entidades sean o no residentes en España. Los derechos de emisión y las unidades de Kioto serán activos, por lo que su transmisión (es decir el moverlas de una cuenta a otra de un titular diferente o de un registro nacional diferente) se encontrará sujeta a las reglas generales de valoración de transmisiones lucrativas y societarias, y estará seguramente sujeta a IVA. Si el precio pagado no es el valor de mercado existe un riesgo fiscal, puesto que la Administración tributaria podría considerar que la valoración de la operación efectuada no se realizó por su valor normal de mercado.

⁽¹⁰⁰⁾ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Introducción al derecho de los títulos-valores y de las obligaciones mercantiles*, Barcelona, 2002, p. 304.

1. Naturaleza jurídica

Al hablar de contratos en general y del contrato de compraventa en particular debemos partir del concepto de contrato acuñado en Derecho civil y, por lo tanto, de la definición del artículo 1254 del Código Civil, y de los requisitos esenciales allí establecidos.

Bien sabemos que la mayoría de los contratos no vienen definidos por el Código de Comercio, sino que los preceptos sólo se ocupan de establecer criterios para delimitarlos, criterios que suelen ser “objetivos”, con independencia de la condición profesional de quienes intervienen en él. Creemos que la compraventa de derechos de emisión sólo se puede reputar mercantil porque se darán los siguientes criterios de manera cumulativa.

Será una compra de cosas muebles —la no emisión extraordinaria no podía ser sino cosa mueble por analogía al tratarse de un bien inmaterial— realizadas con la finalidad de lucrarse en la reventa (artículos 325 y 326 del Código de Comercio)—, lo cual será el supuesto de los intermediarios que actúen por cuenta propia (los que hemos ido denominando *traders*), o será una venta realizada por empresario⁽¹⁰¹⁾ cuando el comprador también lo sea y adquiera la cosa para su actividad económica (artículo 326.1 y 4 del Código de Comercio).

Las partes en un contrato de compraventa de derechos de emisión serán empresarios, que estarán actuando con ánimo de lucrarse en la reventa (será el caso de los *traders*) o bien adquiriendo para el ejercicio de su actividad empresarial (será el supuesto de adquirentes titulares de autorizaciones de emisión que los adquieren directamente o a través de sus comisionistas mercantiles⁽¹⁰²⁾

(101) Lo define VICENT CHULIÁ como “*todo sujeto que produce bienes o servicios para otros asumiendo el riesgo de pérdidas en su patrimonio*”, y ESTEBAN VELASCO como “*quien ejerce de forma autónoma una actividad económica programada dirigida al intercambio o producción de bienes o servicios en el mercado con criterio de economicidad*”. Será así un operador económico autónomo o independiente. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, Valencia, 2001, p. 94. De acuerdo con URÍA entendemos la definición de empresario de manera restringida al definirlo como “*aquella persona física o jurídica que por sí solo o por medio de delegados ejercita y desarrolla en nombre propio una actividad en el mercado constitutiva de empresa*”, URÍA, R., *Derecho mercantil*, 8.ª ed., Madrid, 1972, p. 34. VICENT CHULIÁ lo define como coincidente con la categoría de comerciante del artículo 346.4 del CCo. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, ob. cit., p. 93.

(102) Los requisitos para que el mandato sea considerado mercantil vienen determinados por nuestro Código de Comercio: que el comitente (mandante) y el comisionista (mandatario) sean comerciantes o agentes mediadores del comercio, y que los actos jurídicos que constituyen el objeto de la actividad de gestión sean actos de comercio (artículo 244 del CCo). A los que hay que sumar el elemento de retribución, según GARRIGUES, y la nota de esporadicidad en palabras de VICENT CHULIÁ. GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho mercantil*, ob. cit., p. 458; VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, ob. cit., p. 403; GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., “La mercantilidad del contrato...”, ob. cit., p. 2818.

para entregarlos y dar cumplimiento a su obligación legal en el ejercicio de su actividad profesional).

Nos hallaremos, así, frente a una práctica totalidad de compraventas mercantiles ⁽¹⁰³⁾.

Los preceptos contenidos en el Código de Comercio que regulan las compraventas mercantiles han de considerarse, en principio, de derecho dispositivo, operando en este ámbito con gran amplitud la autonomía de la voluntad. De hecho la práctica mercantil ha ido tipificando en el tráfico las cláusulas más usuales de compraventa de derecho de emisión en contratos tipo entre empresarios.

La documentación contractual relativa a la transmisión de los derechos de emisión no podía sino materializarse en contratos estándar, en modelos, pero resulta que el modelo que sirve de base es el utilizado en sede de derivados financieros ⁽¹⁰⁴⁾, en los contratos denominados contratos marco, elaborados por asociaciones profesionales.

En virtud de dichos contratos se dispone el régimen normativo aplicable a las operaciones a realizar entre las partes. El contrato marco (conocido en inglés como el *master agreement*) establece los términos generales del acuerdo contractual entre las partes, los documentos de confirmación aplicables a cada transmisión individual y los documentos de soporte de crédito (*credit support*) que permiten el otorgamiento de garantías para asegurar los pagos en algunas de las transmisiones. El contrato marco es susceptible de ser modificado por las partes mediante la inclusión de un documento integrante del contrato marco y

⁽¹⁰³⁾ El supuesto de fundaciones que adquieren derechos de emisión para cancelarlos tiene difícil encaje. Como señala SÁNCHEZ CALERO, las fundaciones pueden alcanzar la condición de empresario al afectar su patrimonio a fines de interés general desarrollen, de forma directa o indirecta, actividades económicas de carácter empresarial. La fundación puede ejercitar la actividad empresarial de forma indirecta participando en sociedades mercantiles “*en las que no responda personalmente de las deudas sociales*”, y puede ejercitar la actividad empresarial de forma directa en algún supuesto especial, como por ejemplo las Cajas de Ahorros. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.^a ed., vol. I, ob. cit., p. 59.

⁽¹⁰⁴⁾ El contrato marco ofrece soluciones estándar que luego se deben adaptar a las necesidades de cada contraparte. HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 92; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 177.

denominado, precisamente, “Anexo”⁽¹⁰⁵⁾, que integrará posteriormente el contenido de cada contrato particular.

La utilización de contratos marco en sede de negociación de productos de manera bilateral fuera de mercado se asienta en dos pilares, cuales son su contribución a la *reducción del riesgo legal* y a la *reducción del riesgo de crédito*, de forma que no ha faltado quien ha hablado de los beneficios de la contratación privada a través de este tipo de documentación como sustitutiva del control de la autoridad supervisora⁽¹⁰⁶⁾.

En relación con el riesgo legal, se trata de estandarizar, en la medida de lo posible, los términos y condiciones contractuales para hacer que el derecho de emisión sea un bien mueble perfectamente fungible, susceptible de negociación presente o futura. Para ello es esencial que no haya divergencias entre los términos y condiciones contractuales y que a los efectos de cualquier inversor el incumplimiento de la obligación de entrega de un derecho de emisión por parte del vendedor dé lugar a la misma indemnización bajo cualquier estructura contractual. La intención de las partes es la de poder encontrar soluciones comunes

(105) Partiendo de la premisa de que, a diferencia del contrato marco de derivados financieros, que según SANZ no suele ser objeto de negociación entre las partes, los contratos marco existentes para la negociación de la electricidad y el gas son objeto de modificación habitual en la práctica de las grandes empresas de electricidad, lo que nos permite encajar con mayor facilidad, si cabe, al contrato marco de derechos de emisión en la clasificación de contrato “típico” (en palabras de Díez-Picazo) o de “contrato-tipo” (según denominación de Espín Cánovas): “Figura próxima al contrato de adhesión es el contrato-tipo en el que las cláusulas están previamente establecidas en módulos o formularios impresos, de modo que las partes no tienen más que firmarlos para la conclusión del contrato. Pero, a diferencia con el contrato de adhesión en que las cláusulas han sido preestablecidas por una sola parte, en que cada una tiene sus propias organizaciones, en el contrato de adhesión falta la organización de una de las categorías de interesados, por lo que el contenido es prefijado por la única categoría organizada. De esta diferencia se deduce que los problemas del contrato de adhesión, en cuanto tienden a proteger la voluntad que no interviene en la redacción del contrato, no existen en el contrato tipo. Si un contrato-tipo fuera elaborado por una sola parte, entonces se convertiría en contrato de adhesión”. ESPÍN CÁNOVAS, D., *Manual de Derecho civil español*, 6.ª ed., vol. III, Madrid, 1983, p. 409, citado por SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 177. En contra Díez-Picazo, que configura los contratos-tipo como aquellos impuestos a sus clientes por grandes empresas mercantiles o industriales. De ellos considera el autor que nacen los contratos de adhesión. Díez-Picazo, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, ob. cit., p. 361. Por lo tanto, estamos de acuerdo en que cabría calificarlos de contratos típicos porque, siguiendo a Díez-Picazo, “poseen una reiteración o una frecuencia en orden a su aparición como fenómeno social, de manera que su reiterada celebración les dota de un nomen iuris por el que son conocidos y de una disciplina que se consagra por vía doctrinal o jurisprudencial”. Díez-Picazo, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, ob. cit., p. 361.

(106) GAY, G. y MEDERO, J., “The economics of derivatives documentation: private contracting as a substitute for government regulation”, *The Journal of Derivatives*, 1996, p. 78.

y transnacionales a riesgos que resultan en operaciones que se empezaron a desarrollar principalmente entre intermediarios financieros⁽¹⁰⁷⁾.

En relación con el riesgo de crédito, la negociación bilateral fuera de mercado no cuenta con las garantías de solvencia de las partes que ofrece un mercado organizado. Para ello, el contrato marco pretende mitigar el riesgo de crédito a través de la institución del acuerdo de compensación y de la prestación de garantías por las contrapartes.

El contrato marco más utilizado por los participantes en el mercado financiero es el elaborado por la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) conocido como *ISDA Master Agreement*⁽¹⁰⁸⁾.

En la materia que nos ocupa, la ISDA ha desarrollado un modelo de confirmación de derechos de emisión⁽¹⁰⁹⁾ supletorio al contrato marco de ISDA y que ha sido utilizado por intermediarios financieros con anterioridad a la puesta en funcionamiento del mercado de derechos de emisión⁽¹¹⁰⁾.

La estructura contractual de ISDA funciona en torno al contrato marco que establece que éste junto a todos los demás contratos consentidos por las partes, formen un solo negocio jurídico. El objetivo principal es la unidad de los pagos entre las partes para que se puedan compensar todos los pagos pendientes entre las partes en virtud del contrato marco (otra vez, para mitigar el riesgo de crédito de la contraparte), y que éste contenga todos los términos generales aplicables a la relación entre las partes. El contrato marco en cuestión resulta en una serie de confirmaciones (como es el caso de los derechos de emisión) que son los documentos que confirman la existencia de una transmisión entre las

(107) HUDSON recuerda cómo no existe regulación completa y coherente aplicable a los derivados financieros con la excepción del *Commodities Futures Modernization Act 2000*. HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 94.

(108) La doctrina es unánime al respecto del predominio de los contratos marco de la ISDA, ya se trate del *1992 ISDA Master Agreement (Multicurrency cross-border)* o del *ISDA 2002 Master Agreement* conjuntamente con los *Credit Support Annex*. SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 177; HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 92.

(109) Se trata de la Confirmación del ISDA-*Confirmation of OTC Physically Settled EU Emissions allowance transaction* (formato electrónico), ISDA, Nueva York, 2004.

(110) "Shell, Barclays trade on ISDA", *Point Carbon (edición electrónica)*, Oslo, 28 de julio de 2004 (disponible en pointcarbon.com).

partes que puede haber tenido lugar con carácter previo o simultáneo por teléfono, fax, télex o correo electrónico ⁽¹¹¹⁾.

Por su parte, la Federación Europea de *Traders* de Energía (conocida por sus siglas en inglés EFET-*European Federation of Energy Traders*), siguiendo la práctica instrumental del acuerdo marco, ha producido un anexo que modifica su contrato marco de entrega y aceptación de electricidad para la transmisión de los derechos de emisión, así como una confirmación ⁽¹¹²⁾, que facilita la adquisición de derechos de emisión a aquellos participantes que estén familiarizados con los contratos marco de electricidad y de gas, a saber, los intermediarios por cuenta ajena o por cuenta propia en materias primas.

Finalmente, la Asociación Internacional de comercio de derechos de emisión (conocida por sus siglas en inglés, IETA, de *International Emissions Trading Association*) ha puesto a disposición de aquellos titulares de derechos de emisión interesados sendos modelos de contrato: un contrato marco de derechos de emisión, que prevé la suscripción de confirmaciones para cada operación individualizada, y un contrato para transmisiones individuales de derechos de emisión ⁽¹¹³⁾.

El instrumento escogido ha sido el contrato marco producido por asociaciones profesionales ⁽¹¹⁴⁾, al margen de todo poder legislativo nacional o supranacional con finalidad armonizadora y unificadora de las relaciones contractuales.

En consecuencia, encontraremos en sede de compraventa de derechos de emisión aquellas estipulaciones convencionales aplicables a las relaciones obligacionales entre contrapartes que han sido estandarizadas en el marco de la contratación de derivados financieros a los efectos de conseguir la minimiza-

⁽¹¹¹⁾ La práctica mercantil es que la mayoría de transmisiones OTC no suelen ir acompañadas de documentación por escrito. El *trader* suele confirmar la transacción utilizando una base de datos que recogerá aquellos elementos que la empresa considere necesarios para que el *trader* se pueda comprometer. HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 199.

⁽¹¹²⁾ European Federation of Energy Traders, *Allowances Appendix to the EFET General Agreement concerning the delivery and acceptance of electricity*, vol. 1.0 (formato electrónico), Amsterdam, 2004.

⁽¹¹³⁾ IETA, *Emissions Trading Master Agreement for the EU Scheme*, vol. 2 (formato electrónico), Suiza, 2004, e IETA, *Emissions Trading Single Trade Agreement for the EU Scheme*, vol. 1.0 (formato electrónico), Suiza, 2004.

⁽¹¹⁴⁾ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. y CALVO ARAVACA, A.L., *Derecho Mercantil Internacional*, Madrid, 1993, p. 58; GONDRA, J.M., *Derecho mercantil*, tomo 1, vol. I, Madrid, 1992, p. 208; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 22.ª ed., ob. cit., p. 5; OLIVENCIA RUIZ, M., "La autonomía del Derecho Mercantil: la Constitución y el Derecho Mercantil. Ensayo de un concepto de Derecho mercantil", en *Derecho Mercantil*, obra coordinada por Sánchez, G.J., Barcelona, 1995, p. 39.

ción de los riesgos legales y de crédito mencionados, sin ser posible que la negociación de derechos de emisión se beneficie de determinadas prerrogativas acordadas al mercado financiero, a saber, los beneficios en la compensación de créditos ante el supuesto de insolvencia de una contraparte.

Corresponde aquí ver el *iter* contractual del derecho de emisión, desde la formación del contrato de compraventa de derechos de emisión, los requisitos personales y reales para su validez, para finalizar, como no podía ser de otra manera, con la extinción del contrato, por cumplimiento de las obligaciones de las partes o por vencimiento anticipado debido a causas sobrevenidas.

2. Formación

En nuestro ordenamiento, y por aplicación del artículo 1261.1 del Código Civil, en interpretación conjunta con el principio de libertad de forma contenido en el artículo 1278 del CC y su correlativo artículo 51 del Código de Comercio, el perfeccionamiento del contrato tendrá lugar una vez exista acuerdo de las partes sobre los términos esenciales del contrato de compraventa⁽¹¹⁵⁾.

En virtud de lo expuesto en relación con los contratos de derechos de emisión, ello será así cuando las partes hayan consentido sobre los términos de la confirmación, ya que las partes estarán de acuerdo sobre la cosa (recordemos que en el contrato marco ISDA el objeto viene únicamente especificado en virtud de la confirmación), el precio y la fecha de entrega; estarán fijadas las obligaciones que las partes asumen y determinadas las prestaciones a las que se comprometen, existiendo, en definitiva, vinculación jurídica entre los interesados. Ello sin perjuicio de que la práctica habitual en la prestación del consenti-

(115) Es unánime la doctrina sobre la naturaleza consensual del contrato de compraventa, aunque puedan aparecer modalidades de venta que, sin variar ese principio, incidan de forma más o menos directa en la formación del contrato. Ello será así en relación con el comercio minorista en que la oferta pública de venta o exposición de artículos en establecimientos comerciales constituye a su titular en la obligación de proceder a su venta a favor de los demandantes que cumplan las condiciones de adquisición (artículo 91 de la Ley 7/1996, de comercio minorista) y cuando el comprador ejerza su derecho de desistimiento (artículo 10.1 de la Ley 7/1996); en ciertos supuestos de venta con referencia a una muestra o a una determinada calidad de mercancía en los que se entiende perfeccionado el contrato cuando unos peritos determinan que los géneros son de recibo por ser de igual calidad que la muestra —STS 30 de diciembre de 1997— y en ventas de ensayo en las que si el ensayo es satisfactorio no puede el comprador rechazar la mercancía (ex artículo 328.2 del CCo) —STS 22 de septiembre de 1989—. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.^a ed., ob. cit., vol. II, p. 200.

miento de la confirmación sea por vía telefónica ⁽¹¹⁶⁾, por fax ⁽¹¹⁷⁾ o por correo electrónico ⁽¹¹⁸⁾.

Ahora bien, si no estuvieran determinados estos extremos, para el consentimiento contractual es insuficiente el acuerdo que no precisa ya todo lo anterior, sino que consiste en estar conformes las partes en estarlo después. Tal cosa, si bien es estar conformes ahora, no es celebrar ya un contrato, sino aplazar éste hasta que recaiga posteriormente el acuerdo previsto ⁽¹¹⁹⁾. No parece que sea

(116) Se interpreta la contratación telefónica como celebrada entre presentes en cuanto al momento de perfección del contrato, pero entre personas distintas en cuanto al lugar de celebración. URÍA, R., *Derecho mercantil*, 22.ª ed., ob. cit., p. 626; GARCÍA PITA Y LASTRES, J.L., *Introducción al derecho...*, ob. cit., p. 434.

(117) Establece el Tribunal Supremo en su Sentencia de 30 de junio de 1996: “*El medio técnico utilizado, es decir, la comunicación por fax, no resulta para nada impeditiva a efectos de llevar a cabo actos de contratación. El Código Civil, atendiendo a la fecha de su publicación, en su artículo 1262 ya es previsor en cuanto autoriza la aceptación hecha por carta, si bien no obliga al que hizo la oferta sino desde que llega a su conocimiento, lo que cabe extender a otros medios de comunicación aportados por los avances de la técnica moderna, así sucede con el telégrafo, télex, telefax y correo electrónico en todas sus variedades y sirven para exteriorizar declaraciones de voluntad que, si bien son comunicativas no son instantáneas y coincidentes en la conjunciones de voluntad de los contratantes interesados*”.

(118) En este sentido, el artículo 23 de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico (BOE núm. 166, de 12 de julio), que establece como principio general que los contratos celebrados por vía electrónica (si la oferta y la aceptación se transmiten por medio de equipos electrónicos) producirán los efectos previstos por el ordenamiento jurídico cuando concurren el consentimiento y los demás requisitos necesarios para su validez y eficacia. Asimismo las SSTs de 30 de noviembre de 1992 y de 3 de octubre y 3 de noviembre de 1997 reconocen los documentos electrónicos como documentos de prueba, y la nueva LEC 1/2000 en su artículo 352, en relación con los apartados 2 y 3 del artículo 299, indican que la prueba plena en juicio de la existencia y validez de los documentos electrónicos requerirá el “*curso de dictamen pericial instrumental*”.

(119) ALBALADEJO, M., *Derecho civil*, 5.ª ed., tomo II, vol. 1, Barcelona, 1980, p. 375. En este sentido, el Anexo EFET prevé que ante la incertidumbre de la entrada en vigor del mercado comunitario las partes puedan comprometerse hasta un determinado nivel (entendemos que de precios o de número de contratos), a partir del cual ya no se obligan a transmitir los derechos de emisión. Entendemos que nos hallamos ante un pacto futuro de contratar (porque llegados al nivel pactado las partes pueden decidir seguir adelante) y no ante un pacto de desistimiento. No conciertan las partes el desistir de la compraventa, volverse atrás, sino que acuerdan que a partir de un determinado nivel monetario pueden decidir seguir contratando o no. Es más, establece el contrato que, si una de las partes cree que puede incurrir en sanciones por incumplimientos superiores al nivel de contratación pactado, podrán entonces éstas renegociar un contrato futuro. “*Unless and then only to the extent modified in accordance with the procedures set forth in 4.4 (Commitment level), the parties agree and acknowledge that: (a) depending upon the Trade Date of their Allowance Transaction, the Applicable Rules may be neither universally finalized, nor fully implemented. Nonetheless, it is the Parties' intention, when necessary to*

éste el caso de las confirmaciones, que serán contratos que han sido perfeccionados⁽¹²⁰⁾, en virtud del principio de libertad contractual en el ordenamiento español, y que prevé como obligación entre las partes la negociación de buena fe a los efectos de suscribir el contrato marco lo antes posible⁽¹²¹⁾.

3. Validez

A) Elementos personales

La capacidad de las partes para intervenir en un contrato de compraventa de derechos de emisión se rige por las normas comunes del artículo 1457 del CC, que dice a este respecto que *“podrán celebrar el contrato de compra y venta todas las personas a quienes este Código autoriza para obligarse”*.

contract in good faith for the purchase, sale and Transfer of Allowances in anticipation of and pending the finalization and Implementation of such Applicable Rules (...) The Parties agree and acknowledge that given the level of potential regulatory uncertainty at different points in time with respect to the Rules, a Buyer and Seller may be unwilling in all circumstances to agree to the strict level of obligation imposed upon them by [Interim Good Faith Obligations]. Consequently if they wish to establish between themselves (on either a global or per Allowance Transaction basis) an economic threshold (hereinafter, a Commitment Threshold) beyond which they no longer wish to be required to strictly comply with [transfer, cooperate and continue the transactions], they may do so in accordance with the following (...)” (estipulaciones 4.3 y 4.4 del Anexo EFET).

⁽¹²⁰⁾ Ello es así en palabras de SANZ CABALLERO, porque la confirmación perfeccionada y por sí misma es supletoria del contrato marco (y, en su caso, de existir, del anexo) que es el contrato que debe ser suscrito por las partes a los efectos de establecer el régimen normativo aplicable a todas las operaciones entre ellas. La relación existente entre el contrato marco y la confirmación es de dependencia e integración mutua. Por una parte, la celebración del contrato marco obliga a las partes a la documentación mediante confirmaciones de los contratos que pudieran celebrarse entre ellas, teniéndose por incorporado el contenido del contrato marco en el régimen contractual aplicable a la operación concreta formalizada por la confirmación, mediante el recurso a la técnica de la remisión expresa. Por el contrario, y por aplicación del principio general por el que la ley especial prevalece sobre la ley general, se establece una relación de primacía del contenido de la confirmación, ley especial de la operación correspondiente sobre la ley general entre las partes representada por el contrato marco. SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 182. La confirmación ISDA de derechos de emisión establece que *“In the event of any inconsistency between the provisions of that agreement and this Confirmation, this Confirmation will prevail for purposes of this EU Allowance Transaction”*. La misma cláusula la encontramos en el *1992 ISDA Master Agreement* y *2002 ISDA Master Agreement*. Por su parte la Confirmación EFET establece que si hubiera inconsistencias entre dicha confirmación y el Anexo de derechos de emisión, se contacte con ellos inmediatamente.

⁽¹²¹⁾ En este sentido, si las partes no han suscrito el *1992 ISDA Master* o el *2002 ISDA Master*, *“you and we agree to use all reasonable efforts promptly to negotiate, execute and deliver an agreement in the form of the 1992 ISDA Master Agreement/2002 ISDA Master”*, de acuerdo con la Confirmación de derechos de emisión.

Por lo tanto, podrán obligarse a vender o a comprar derechos de emisión en virtud de un contrato marco todas las personas jurídicas titulares de autorizaciones de emisión en el marco de su actividad, aquellas entidades con ánimo de revenderlos y lucrarse en la reventa y cualquier persona física que tenga abierta una cuenta en el registro.

Podrían existir además, como hemos apuntado más atrás, limitaciones de carácter administrativo en cuya virtud, para comprar o vender determinadas cosas, es preciso que los contratantes estén debidamente autorizados para celebrar la compraventa de que se trate.

Los derechos de emisión son derechos subjetivos cuya transmisión no va a requerir de especiales autorizaciones o licencias para contratar, ni en virtud de su naturaleza jurídica ni en virtud de la transmisión bilateral OTC de éstos. Esa ha sido la opción del legislador español. No interviene a partir de la asignación del derecho de emisión por la propia naturaleza jurídica del derecho ni tampoco interviene en la transmisión, ya que no la somete a autorización ni consentimiento alguno. Y tampoco están sometidos los derechos de emisión al derecho del mercado financiero.

En cualquier caso, los contratos marco intentan también minimizar el riesgo legal de la falta de capacidad de las partes mediante la fórmula de las declaraciones ⁽¹²²⁾, cuyo incumplimiento se caracteriza como causa de resolución contractual ⁽¹²³⁾.

⁽¹²²⁾ Las partes declararán su capacidad corporativa para suscribir los contratos, incluyendo el cumplimiento de todos aquellos requisitos legales que les resulten de aplicación, la obtención de todas aquellas autorizaciones relevantes, así como el cumplimiento de aquellos requisitos específicos relativos a los elementos reales del contrato: el tener abierta una cuenta de derechos de emisión en un registro nacional. Dichas declaraciones contractuales se ven validadas en la práctica por opiniones legales otorgadas por abogados de la jurisdicción donde la parte tiene su domicilio, que tienen, en cierta manera, una función de garantía frente a la otra parte contratante. HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 110. El *2002 ISDA Master* contiene en su estipulación 3 las declaraciones relativas a la capacidad de las partes, denominándolas *basic representations*: “*Status: it is duly organised and validly existing under the laws of the jurisdiction of its organisation or incorporation... powers: it has the power to execute... consents: all governmental and other consents that are required...*”. De la misma manera el *IETA Master*, en su estipulación 3, así como la estipulación 2 del *IETA Single*, que contiene asimismo una obligación genérica de obtención de “*required Authorisations at all times during the term of the Agreement*”.

⁽¹²³⁾ No resulta pacífica la cuestión de si la falta de plena capacidad de una de las partes, en nuestro derecho común, es causa de anulabilidad o nulidad del contrato. La anulabilidad o nulidad relativa se construye por la jurisprudencia y la doctrina como una medida de protección de los intereses, que sólo autorizan al titular del mismo al ejercicio de la correspondiente acción,

Ello surge de la práctica contractual anglosajona. Las partes se prestan recíprocamente manifestaciones y garantías cuya finalidad es garantizar la veracidad y exactitud de una serie de extremos que, de no haberse expresado mediante dichas manifestaciones hubieran impedido la celebración de la operación ⁽¹²⁴⁾.

Las declaraciones y garantías que encontramos en sede de los contratos marco de derecho de emisión son idénticas a las que encontramos en sede de derivados financieros, en particular en el supuesto del contrato marco ISDA que es utilizado en sede de derechos de emisión.

En primer lugar, se incluyen las declaraciones practicadas en relación con la persona de la contraparte, así como diversas cuestiones de carácter jurídico general, todas ellas de contenido estandarizado en la práctica de la contratación financiera.

En segundo lugar, las declaraciones respecto a su conocimiento de la naturaleza del contrato marco en cuestión.

no a quien tenga interés legítimo. La incapacidad del contratante dará lugar o bien a nulidad o bien anulabilidad, según si se trata de un requisito esencial impuesto como tal por el ordenamiento jurídico. DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.ª ed., ob. cit., p. 109. Encontramos también posiciones contrarias entre la doctrina; a favor de la anulabilidad PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, tomo II, vol. 1, 3.ª ed., Barcelona, 1988, p. 374, mientras que cree VICENT CHULIÁ que en cualquier caso debe tratarse como causa de nulidad por violación de norma legal que tiene que conllevar la ineficacia. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, ob. cit., p. 743. Las prohibiciones del artículo 1459 del CC (en particular el 1459.2, “No podrán adquirir por compra... 2. los mandatarios, los bienes de cuya administración o enajenación estuviesen encargados”) han sido estimadas por la jurisprudencia como de orden público, lo cual es dudoso según BROSETA ya que no se corresponde con la doctrina que da validez a la adquisición del mandante cuando vende al mandatario, o éste adquiere con el consentimiento de aquel que demuestre que la prohibición no es imperativa o inderogable. BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, 8.ª ed., Madrid, 1990, p. 260. SSTC de 5 de octubre de 1962, de 11 de junio de 1966, de 7 de octubre de 1987 y de 22 de junio de 1948. En el mismo sentido GISPERT PASTOR, que considera que los defectos de capacidad o de legitimación originarían la anulabilidad del contrato, desencadenando los efectos retroactivos propios de la anulación. GISPERT PASTOR, M.T.ª, *Los créditos sindicados*, Barcelona, 1986, p. 193.

⁽¹²⁴⁾ La llamada “*representation*” es, en palabras de ARAMENDIA, una “*manifestación expresa o implícita hecha por una de las partes contratantes a la otra, con anterioridad a la celebración del contrato, respecto de algún hecho pasado y existente, circunstancia o situación de hecho relativa al contrato y que es relevante en la conclusión del acuerdo*”. En cuanto a las garantías, “*la llamada warranty sería una promesa o estipulación realizada por escrito u oralmente en el sentido de que cierto hecho relacionado con el objeto de un contrato es, o será, según se ha manifestado o prometido*”. ARAMENDIA, J., “Las garantías del préstamo”, en *Régimen jurídico de los Préstamos Sindicados Internacionales*, Madrid, 1979, p. 162, citado en AURIOLLES MARTÍN, A., *Créditos sindicados con interés variable*, Barcelona, 1987, p. 283.

Las consecuencias de la inexactitud de dichas manifestación serán, a juicio de la doctrina, causas de nulidad y no de resolución contractual, en la medida en que se omitan datos con intención maliciosa que causen vicios en el consentimiento que fuese prestado por error o dolo ⁽¹²⁵⁾.

B) Elementos reales

El artículo 1261 del Código Civil incluye en su segundo apartado, en sede de requisitos esenciales para la existencia de todo contrato, el relativo a un objeto cierto que sea materia del mismo y posteriormente, a través del artículo 1271, el Código Civil delimita como posibles objetos contractuales las cosas y los servicios. A la literalidad del artículo 1271 se opone una tendencia doctrinal que concluye que el objeto del contrato es la realidad social sobre la que recae el consentimiento, que ha sido simplificada diciendo que el objeto del contrato es un bien susceptible de valoración económica que corresponde a un interés de los contratantes ⁽¹²⁶⁾. No nos cabe ya duda alguna de que el derecho de emisión es un bien susceptible de valoración económica que corresponde a un interés de los contratantes.

En virtud de las reglas del Código Civil, la prestación ha de ser lícita ⁽¹²⁷⁾ y posible.

La cosa objeto del contrato deberá ser objeto de lícita venta, de forma que en ningún caso podrá encontrarse afectado por precepto legal que lo excluya como objeto de compraventa ⁽¹²⁸⁾, supuesto que se da cuando el titular de la

⁽¹²⁵⁾ AURIOLES MARTÍN, A., *Créditos sindicados...*, ob. cit., p. 284; GISPERT PASTOR, M. T., *Los créditos sindicados*, ob. cit., p. 193; SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 516.

⁽¹²⁶⁾ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, vol. I, 11.ª ed., ob. cit., p. 260.

⁽¹²⁷⁾ La ilicitud que puede predicarse del objeto, como manifiesta LACRUZ, se propaga al entero contrato o como mantiene, en una línea próxima DÍEZ-PICAZO, “*las cosas como objeto de un contrato no son per se lícitas o ilícitas, sino que lo lícito o ilícito será el traficar o comerciar con ellas*”. LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil*, tomo II, vol. 2, Barcelona, 1979, p. 138; DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, 11.ª ed., vol. I, ob. cit., p. 139.

⁽¹²⁸⁾ RAMS apunta que es concorde la doctrina cuando acota que las armas, explosivos, estupefacientes, venenos etc. pueden ser y son objeto de contrato. RAMS ALBESA, J., *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, tomo XVII, vol. 1B, dirigidos por Albaladejo, M.; Díaz Alabart, S., Madrid, 1993, p. 448. Afirma DÍEZ-PICAZO que “*podrá tratarse de un acto que deba recibir sanciones penales o administrativas y además podrá hablarse de una ilicitud causal o de un contrato que excede los límites de la autonomía privada por contravenir una expresa prohibición de la ley*”. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, ob. cit., p. 140.

emisión no entrega sus derechos de emisión verificados en virtud del artículo 24 de la Ley 1/2005. “*El titular no podrá transmitir derechos de emisión en tanto no se produzca la inscripción del dato sobre emisiones por el órgano autonómico competente*”. Por el contrario, serán *extracommercium*⁽¹²⁹⁾ los derechos de emisión asignados por causa de fuerza mayor que no son transmisibles por su propia naturaleza (artículo 29.1 de la Directiva 2003/1987 y disposición transitoria sexta de la Ley 1/2005).

Como ha puesto de relieve DÍEZ-PICAZO, la idea de posibilidad del objeto del contrato es más una exigencia institucional de éste que un elemento esencial del propio objeto, “*puesto que si todo contrato implica una vinculación o un compromiso de unas prestaciones futuras, el contrato sólo puede ser eficaz si tales prestaciones son posibles*”⁽¹³⁰⁾.

La exigencia racional e institucional de la posibilidad del objeto, cuando éste consiste en cosas, se centra como problema contractual en dos fenómenos de existencia real o potencial de las citadas cosas, en tanto que, de una parte, no pueden de ordinario celebrarse contratos que versan sobre cosas que han dejado de existir y, de otra, sí pueden celebrarse sobre cosas que normalmente deberían aparecer en el mundo de lo real, pero que en el momento de la contratación no están, es decir sobre cosas que son cosas futuras.

El derecho de emisión existe a partir de su nacimiento mediante la resolución individual de asignación establecida mediante el Plan Nacional de asignación y tiene una duración limitada en virtud de la naturaleza consumible de la no emisión extraordinaria. Dicha limitación en el tiempo no es óbice para su existencia presente y futura. El derecho de emisión 2008-2012 existirá a partir de su nacimiento. La constitución de los derechos de emisión será el resultado de un proceso que comienza con el acto administrativo de asignación de éstos a sus tenedores iniciales, y que seguirá por una fase de constitución específica de los títulos individualmente considerados a través de su primera inscripción en el registro contable en la cuenta nacional. Efectuada la inscripción, las entidades encargadas del registro contable (en nuestro país Iberclear) únicamente podrán rectificar las inscripciones inexactas en el caso de errores materiales o aritméticos. Establece el legislador español que los derechos de emisión sólo podrán ser objeto de transmisión por parte de su titular una vez expedidos y transferidos a su cuenta de haberes (artículo 21.3). Ahora bien, el derecho de emisión nace

⁽¹²⁹⁾ Opina RAMS que la extracomercialidad es un concepto de referencia que casi nunca puede mostrarse como un absoluto. En contra DÍEZ-PICAZO, GULLÓN y GETE ALONSO, que acotan la extracomercialidad en los bienes de dominio público. RAMS ALBESA, J., *Comentarios al Código Civil...*, ob. cit., p. 450.

⁽¹³⁰⁾ DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, 2.^a ed., vol. I, ob. cit., p. 136.

con el acto administrativo de asignación individual, y la fase de constitución específica de los derechos de emisión “individualmente” considerados se alcanza a través de su primera inscripción en el registro nacional a través de su expedición⁽¹³¹⁾. Será válido el contrato de compraventa cuyo objeto sea un derecho de emisión asignado individualmente pero no expedido en la cuenta del titular de derechos de emisión, porque el derecho de emisión, se considerará como cosa futura.

Por el contrario, será contratación de cosa inexistente aquella que se haga del derecho de emisión no asignado individualmente y basado en una expectativa de asignación⁽¹³²⁾. En este supuesto se dará la circunstancia de común ignorancia de ambas partes acerca de la inexistencia sobre la cosa que contratan, y el contrato será nulo por falta de objeto⁽¹³³⁾.

La cosa objeto de contrato vendrá a ser cosa determinada y de naturaleza fungible en tanto que sustituible, identificada por su pertenencia a un género determinado, aun cuando el género venga constituido por un universo limitado: la asignación de la que forman partes los derechos de emisión objeto del contrato. Entendemos que mediante la identificación del período de asignación de referencia (2005-2007; 2008-2012, etc.), y los códigos necesarios para su inscripción en el registro, se determina perfectamente la cosa objeto de entrega, de forma que no ha de entrar en aplicación el artículo 1167 del CC por el que se dispone que *“cuando una obligación consista en entregar una cosa indeterminada o genérica, cuya calidad y circunstancias no se hubieren expresado, el acreedor no podrá exigirla de la clase superior ni el deudor de la clase infe-*

(131) *“Antes del 28 de febrero de cada año, el registro transferirá de la cuenta de haberes de la Administración General del Estado a la del titular de cada instalación o a la del administrador fiduciario de cada agrupación los derechos que le corresponden de acuerdo con la distribución temporal establecida en la resolución a la que se refiere el artículo 19.5”* (artículo 26.2 de la Ley 1/2005). Se entiende por expedición *“el acto mediante el cual el Registro incorpora a la cuenta de haberes de la Administración General del Estado los derechos de emisión con arreglo a lo dispuesto en el Plan Nacional de Asignación”* [artículo 2.b) de la Ley 1/2005].

(132) Se trataría del supuesto en que ambas partes actúan conscientes de la imposibilidad, en cuyo caso el contrato también es nulo, según palabras de DÍEZ-PICAZO: *“cualesquiera que puedan haber sido las motivaciones que hayan impulsado a los otorgantes a celebrarlo, pues nadie puede obligarse a celebrar algo imposible”*. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, vol. I, 2.ª ed., ob. cit., p. 135.

(133) Apunta DÍEZ-PICAZO que además existirá un error común sobre la base del negocio. DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, 2.ª ed., vol. I, ob. cit., p. 135. Mientras que RAMS opina que se da simplemente una doble ignorancia sobre el acaecimiento de un hecho destructivo (o no constitutivo) que excluye la mala fe de ambas partes contratantes y, por tanto, el nacimiento de pretensiones fundadas de resarcimiento de los daños que se hayan podido producir entre las partes. RAMS ALBESA, J., *Comentarios al Código Civil...*, ob. cit., p. 454.

rior”. En consecuencia, la designación del período de asignación equivale, en virtud del citado precepto, al señalamiento de la calidad y circunstancias del valor.

Por lo que al precio se refiere, se requerirá no sólo que sea verdadero y cierto (artículo 1445 del CC), sino que también haya sido determinado por las partes⁽¹³⁴⁾, pudiendo éstos contratar al precio que la cosa tenga en Bolsa o mercado (artículo 1448 del CC) sin que esto afecte a su certidumbre⁽¹³⁵⁾. En ese sentido, el TS establece en su sentencia de 29 de diciembre de 1987: *“debe tenerse en cuenta, además que a tenor del artículo 1273 en relación con los artículos 1447 y 1448, todos ellos del Código Civil, no es necesario para que el precio se tenga por cierto que se precise cuantitativamente en el momento de la celebración del contrato, siendo suficiente que pueda determinarse sin necesidad de un nuevo convenio entre los contratantes”*; si bien gira el artículo 1448 del Código Civil alrededor de la existencia de un mercado, entre cuyas características figura la uniformidad y regularidad del precio del objeto de contratación, precio conocido pero no tiene por qué ser oficial.

Hemos apuntado más atrás cómo los precios de derechos de emisión no estarán a la disposición del público en los registros nacionales ni a través de un mercado centralizado, sin embargo la expresión “mercado” habrá que interpretarla conforme a la realidad social del tiempo en que ha de ser aplicada (ex artículo 3.1 del CC), es decir con referencia a índices de precios publicados y difundidos por agencias especializadas, en el supuesto de contratación OTC, o bien referidos a boletines de cotización disponibles a través de las plataformas alternativas de negociación.

En cualquier caso, una vez convenido el precio en firme o el sistema de sus posibles variaciones, las partes quedan sometidas a él, sin posibilidad de especular ulteriormente sobre la justicia intrínseca de éste, porque la venta mercantil

(134) Siempre que se trate de un criterio de determinación de manera objetiva. ESPÍN CÁNOVAS, D., *Manual de Derecho civil español*, 6.ª ed., vol. III, ob. cit., p. 562; LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho civil. Derecho de obligaciones*, vol. III, Barcelona, 1986, p. 31.

(135) *“Son por el contrario muy frecuentes las ventas a que se alude en el artículo 1448 de valores, granos, líquidos y demás cosas fungibles, en las que se señala como precio el que la cosa vendida tuviere en determinado día, Bolsa o mercado, o se fija un tanto mayor o menor que el precio del día, Bolsa o mercado, con tal que sea cierto; y es claro que en estos casos es ineludible acudir a las cotizaciones oficiales que se publican en la Gaceta, si se trata de valores cotizables en Bolsa, o a los precios medios que consignan los Ayuntamientos, según les está ordenado, en vista de los datos que recogen”*. MANRESA Y NAVARRO, J.M., *Comentarios al Código Civil español*, 5.ª ed., tomo X, Madrid, 1950, p. 65. Esa referencia tiene ahora lugar por referencia a boletines de cotización, o más frecuentemente a los precios de mercado publicados y difundidos mediante modernos sistemas informáticos por agencias de información financiera (Reuters, Argus, etc.).

no es rescindible por lesión, si bien queda obligado a indemnizar daños y perjuicios el contratante que hubiera procedido con malicia o fraude en el contrato o en su cumplimiento (artículo 344 del CCo) ⁽¹³⁶⁾.

4 Extinción

A falta de reglas especiales, la compraventa mercantil se extingue por las causas comunes a las obligaciones en general (1156 del CC) ⁽¹³⁷⁾, “*por el pago o cumplimiento; por la pérdida de la cosa debida, por la condonación de la deuda, por la confusión de los derechos de acreedor y deudor, por la compensación, por la novación*”; por aquellas otras causas recogidas en el Código Civil (entre otras, la nulidad o el cumplimiento de condición resolutoria) ⁽¹³⁸⁾ y por todas aquellas causas de resolución previstas contractualmente.

La práctica común en los contratos marco es que las partes puedan resolver de manera anticipada frente al incumplimiento de las obligaciones de las partes, de cualquier requisito legal relativo a la capacidad o al poder de las partes para contratar, de las obligaciones relativas a la apertura de una cuenta en el registro o al funcionamiento de los pagos cruzados y, en especial, de la pérdida de la confianza en la contraparte. Al presumir éstos de una relación continuada entre las partes, cualquiera de estos eventos facultará a la parte cumplidora a resolver el contrato y a reclamar el pago de daños y perjuicios, compensándose las deudas entre las partes.

Ello es así porque los contratos marco contribuyen de forma importante a la gestión del riesgo de crédito mantenido con las contrapartes, por cuanto es a través del contrato marco que se establece el procedimiento por el cual todos los créditos y deudas brutos existentes en mérito de las operaciones en curso pueden ser sustituidos por un único crédito y una única deuda, por el importe neto

⁽¹³⁶⁾ URÍA, R., *Derecho mercantil*, 12.ª ed., ob. cit., p. 487. Apunta VICENT CHULIÁ como “*frente a una orientación moralizadora del Derecho de los contratos que observamos en el escenario mundial, la posición de los Códigos Civil y de Comercio españoles es muy restrictiva respecto a la aplicación de la equidad en caso de lesión (a diferencia del reconocimiento del ‘engany a mitges’ en Derecho catalán). Especialmente duro es el artículo 344 del CCo*”. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, ob. cit., p. 724.

⁽¹³⁷⁾ Es unánime hoy la jurisprudencia al considerar que la enumeración de causas de extinción de las obligaciones contenidas en dicho artículo no es exhaustiva (ver por todas la reciente STS de 12 de noviembre de 1987). Y es que esta conclusión viene impuesta por el propio Código, que contiene en otros lugares de su articulado otras causas de extinción de las obligaciones: nulidad, rescisión, condición resolutoria, término final, muerte, prescripción. BERCOVITZ RODRÍGUEZ CANO, R. y VALLADARES RASCÓN, E., *Comentarios al Código Civil y a las Compilaciones Forales*, tomo XVI, vol. 1, Madrid, 1991, p. 2.

⁽¹³⁸⁾ DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, vol. II, 2.ª ed., p. 889.

de la diferencia de los primeros, crédito y deuda netos que representarán, en última instancia, la única obligación jurídicamente exigible en situaciones de resolución y de vencimiento anticipado.

En definitiva, el contrato marco reconduce a un mismo régimen jurídico la totalidad de los futuros contratos que puedan llegar a celebrarse entre las contrapartes, regulando fundamentalmente el régimen contractual aplicable en situaciones de terminación anormal de tales contratos.

La resolución contractual va a permitir que los pagos pendientes se compensen entre las partes, es decir se va a tratar de la aplicación del régimen normativo relativo a las obligaciones recíprocas entre dos entidades en el momento de producirse una causa de vencimiento definida entre ellas, con particular atención a las situaciones en que la resolución anticipada tiene lugar como consecuencia de la situación concursal de una de las partes.

En sede de contratos marco es práctica habitual y esencial para el funcionamiento de los mercados financieros la resolución anticipada en dicha fecha de todos los contratos en curso, procediéndose al cálculo en dicho momento del valor presente de todas las cantidades futuras debidas entre las partes generando una única obligación de pago, que el órgano de la situación concursal viene obligado a atender (conocida como la práctica del *close-out netting*).

A) Cumplimiento de las obligaciones

La compraventa como contrato bilateral perfecto o sinalagmático genera obligaciones para ambas partes.

a) *Obligación de conservación de la cosa*

El vendedor queda obligado a conservar la cosa vendida, antes de su entrega, con la diligencia de un buen comerciante. Se debe aplicar aquí el principio general civil que obliga a conservar las cosas con diligencia normal a quien esté obligado a darlas (artículo 1094 del CC), aplicando diligencia mayor para el cuidadoso empresario⁽¹³⁹⁾. Se consolida así una pauta de diligencia mucho más

(139) Así, como ha señalado SÁNCHEZ CALERO, “*el módulo general de diligencia tradicional del “bonus pater familiae” no resulta aceptable cuando la actividad económica e industrial tiene una difusión creciente, y en la que opera el empresario ofreciendo bienes o servicios al mercado. Ha de exigirse a éste una diligencia mayor, en la que la previsión y el orden adquieren una relevancia de primera magnitud*”. SÁNCHEZ CALERO, F., “Evolución de la responsabilidad civil de la empresa”, en *Estudios sobre el aseguramiento de la responsabilidad en la gran empresa*, Madrid, 1994, p. 24.

rigurosa que ya no es la del buen padre de familia, sino la que se corresponde con un ordenado comerciante.

Entendemos así que el vendedor deberá cumplir con sus obligaciones anuales de entrega de derechos de emisión verificados, ya que el incumplimiento hará que los derechos de emisión no sean susceptibles de ser transmitidos y por lo tanto queden fuera de comercio (artículo 24 de la Ley 1/2005) y que deberá llevar a cabo su actividad de tal forma que no pueda causar la extinción de la autorización de emisión de la instalación, ya que ésta va a suponer la no asignación anual de los derechos de emisión por parte de la Administración (artículo 26.4 de la Ley 1/2005).

b) *Obligación de entrega de la cosa*

La obligación principal del vendedor es la entrega de la cosa vendida en el tiempo y lugar pactados: “*poniéndola en poder y lugar pactados*” (artículos 1445, 1461 y 1462 del CC).

En el supuesto de que el comprador no tuviera abierta una cuenta en el momento de la entrega, el vendedor cumplirá su obligación de entregar realizando todos aquellos actos necesarios para que el comprador pueda tomar posesión de la cosa vendida: poniendo ésta a disposición del comprador en el tiempo y lugar (la cuenta) en que deba realizarse la entrega. La puesta a disposición no es más que el término de la actividad que corresponde al vendedor en la entrega. Una vez que el vendedor pone las cosas a disposición del comprador dependerá de que éste, recibiendo o rechazando la cosa puesta a su disposición, tome o no posesión de ella. De hecho, el vendedor mercantil queda liberado y nace para el comprador una obligación de pagar el precio, una vez que el primero pone los géneros vendidos a disposición del segundo, aunque éste demore o rehúse (sin justa causa) el recibo de éstos (artículo 339 del CCo), por lo que frente a la falta de apertura de cuenta del comprador cabe pensar que el vendedor de derecho de emisión pone a disposición del comprador las cosas a través de notificación al registro de transmisión de derecho de emisión⁽¹⁴⁰⁾.

(140) Según la Cláusula 4.1 (c) *IETA Master* “*A transfer shall be considered to be completed when the relevant Compliance Period Traded Allowances are deposited in the Delivery Point*”. Por “*Delivery Point*” se entiende “*the Buyer’s Holding Account*” y en el mismo sentido la cláusula 6.3 de *EFET* y la definición de *Delivery* en *ISDA*: “*...completed transfer of those Allowances from a Trading Account of the Seller to a Trading Account of the Buyer*”. Nótese que el modelo *ISDA* prevé la utilización de las cuentas de *Trading* (será el comprador el que decida transmitirlo a su cuenta de holding para demostrar cumplimiento) mientras que *IETA* prevé la transmisión directamente a la cuenta de holding. Prevé en cambio la cláusula 3.3 del *IETA*

El plazo de entrega se establece entre las partes, y el vendedor debe entregar los efectos vendidos en el plazo estipulado. Sabemos que, a diferencia de lo que ocurre en el ordenamiento civil, en materia mercantil el término tiene la consideración de esencial ⁽¹⁴¹⁾, lo cual se justifica en la mayor protección que ha de recibir el comprador (acreedor) por cuanto la mora del vendedor (deudor) no sólo le perjudica por impedirle el cumplimiento, en este supuesto, de sus obligaciones con la Administración competente, sino que se produce además un enriquecimiento injustificado del deudor a resultas de la rentabilidad obtenida por el mantenimiento en su esfera patrimonial de la cosa (prestación) retenida ⁽¹⁴²⁾.

El vendedor no estará obligado a entregar la cosa: si el comprador no le paga el precio, a no ser que se haya pactado el aplazamiento de éste (artículo 1466 del CC) ⁽¹⁴³⁾; si, aun existiendo aplazamiento del precio después de celebrado el contrato, se descubre que el comprador es insolvente (artículo 1467 del CC) ⁽¹⁴⁴⁾, y en virtud de los supuestos de fuerza mayor.

Single: “The transfer shall be considered to be completed and irreversible when the final notification in the total sequence of message and/or notification exchanges in respect of the Transfer has been received by the Community Independent Transaction Log and the allowances have been credited to the Buyer’s Account”, incluyendo de manera expresa que a partir de ese momento “risk of loss, related to the Allowances... shall transfer from the seller to the Buyer”. Ello es así porque el *IETA Single* es un contrato diseñado para una única compraventa, mientras que el Master está destinado a ser utilizado en una relación continuada y es previsible que haya compensación entre las obligaciones de las partes.

⁽¹⁴¹⁾ En virtud del artículo 61 del CCo, norma de carácter general, el legislador mercantil se aparta del principio general del Código Civil, que deja al arbitrio de los tribunales el fijar plazos de gracia o cortesía para el cumplimiento de las obligaciones, y dirige una prohibición cuyos destinatarios son, según GARCÍA-PITA Y LASTRES, los mismos jueces y tribunales, a los que invita a no conceder ningún término de gracia o cortesía a los deudores que no esté previsto en la Ley o en el contrato y que pudiera dilatar el cumplimiento de la obligación. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *Introducción al derecho...*, ob. cit., p. 77; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 24.ª ed., ob. cit., p. 644; VICENTE Y GELLA, A., *Curso de Derecho mercantil comparado*, tomo II, Zaragoza, 1951, p. 17.

⁽¹⁴²⁾ BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, ob. cit., p. 393; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 22.ª ed., ob. cit., p. 629.

⁽¹⁴³⁾ La solución concuerda con el artículo 1124 del CC, en virtud del cual la facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe. Si el comprador no paga el precio —dice MANRESA— falta la causa en la obligación del vendedor, y faltando la causa la obligación no existe.

⁽¹⁴⁴⁾ La insolvencia ha de reunir dos requisitos para que permita la aplicación de este artículo: que se haya descubierto después de la venta, y que sea de tal consideración que el vendedor corra riesgo inminente de perder el precio de la venta. NAVARRO PÉREZ, J.L., *La compraventa en el Código Civil*, Córdoba, 1999, p. 292. La insolvencia le otorga al vendedor la facultad de resolver el contrato si no se pagase el precio o se afianzara el pago.

Pero, de no darse estas excepciones, el retraso del vendedor en la entrega tiene que equipararse al incumplimiento de la entrega, de acuerdo con nuestro Código de Comercio (artículo 329).

Habla la doctrina de términos esenciales absolutos o impropios frente a términos esenciales relativos o propios, clasificación procedente de la doctrina alemana. En los términos absolutos la designación del tiempo de la prestación tiene el significado de que la prestación no puede ser realizada fuera del tiempo convenido y de que transcurrido el tiempo pactado, la prestación no ejecutada deviene imposible; en los negocios relativos, la determinación del tiempo de la prestación es contenido esencial del acuerdo negocial, pero la llegada del día pactado no provoca la imposibilidad de la ejecución de la prestación no ejecutada, sino que otorga al acreedor el derecho a resolver el contrato y, en consecuencia, a rechazar la prestación tardía⁽¹⁴⁵⁾.

En el primer supuesto se da una resolución automática del contrato (posibilidad que es muy excepcional en nuestro Derecho positivo)⁽¹⁴⁶⁾, mientras que en el segundo la regla general será la subsistencia del contrato en situaciones de incumplimiento, en las que podrá optar el acreedor bien por la exigencia del cumplimiento forzoso retrasado con la correspondiente indemnización o bien por la resolución del contrato, también con indemnización de perjuicios, solución adoptada por el legislador para el contrato de compraventa.

(145) FERNÁNDEZ NOVOA, C., "Término esencial", en *Anuario de Derecho civil*, 1954, p. 937; DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, 4.ª ed., vol. II, ob. cit., p. 339; GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 8.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 8; MONTÉS PENADÉS, V., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, dirigido por Albaladejo, M., tomo XV, vol. 2, Madrid, 1983, p. 73; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, Barcelona, 1990, p. 23.

(146) El legislador mercantil recogió en la redacción original del Código de Comercio algunos supuestos excepcionales en los que opera la resolución automática, a saber, el derogado artículo 77.1 relativo a las operaciones bursátiles de efectos públicos en Bolsa; el también derogado artículo 83 relativo a las compraventas en feria; en tercer lugar el artículo 170, aplicable en materia de sociedades mercantiles a los supuestos en los que el socio no atiende su obligación de realizar la aportación comprometida; el artículo 332.1, relativo a la compraventa en la que el comprador rehúsa sin justa causa el recibo de la cosa y, finalmente, el también derogado 389, relativo al contrato de seguro. Opina LANGLE Y RUBIO que "además de los casos establecidos por la ley, no admite duda que, mediante pacto, pueden establecerse otros por las partes contratantes". LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho mercantil*, Barcelona, 1959, p. 17. En palabras de VICENT CHULIÁ, "Se plantea la cuestión de si este régimen (plazo esencial resolutorio) puede extenderse convencionalmente a otros contratos. La doctrina (VICENTE Y GELLA, en RDM, 1949, p. 7) concluye que no, aunque se trate de supuestos en que el acreedor pueda procurarse una fácil sustitución de la prestación, pues ello iría contra el artículo 1115 del CC, que declara nula la condición dependiente de la voluntad del deudor, y del artículo 1256 del CC, que prohíbe que el cumplimiento del contrato quede al arbitrio de uno de los contratantes". VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 25.

En este sentido, el acreedor optará por la exigencia del cumplimiento forzoso en aquellos supuestos en los que el transcurso del plazo no hará imposible la ejecución posterior de la prestación por el deudor, lo cual será seguramente deseable si entre las partes hay una serie de operaciones en curso que están reguladas por un contrato marco único ⁽¹⁴⁷⁾.

Por el contrario, creemos que el acreedor resolverá cuando la entrega tardía haga imposible el cumplimiento del titular de la instalación con las obligaciones de entrega de derechos de emisión ⁽¹⁴⁸⁾ o cuando la reducción se deteriore por su naturaleza temporal ⁽¹⁴⁹⁾. En estos casos, el acreedor no va a tener interés alguno en el cumplimiento tardío de la prestación.

Además, el acreedor puede, si quiere, tolerar la tardanza del deudor, de acuerdo siempre con lo establecido en el artículo 61 del CCo ⁽¹⁵⁰⁾, según el cual “no se reconocerán términos de gracia, cortesía u otros, que, bajo cualquiera denominación, difieran el cumplimiento de las obligaciones mercantiles, sino los que las partes hubieren prefijado en el contrato, o se apoyaren en una disposición terminante de Derecho”). Fuera de estos supuestos expresamente pactados ni siquiera cabrá la posibilidad de la determinación judicial de tales plazos de diferimiento, de forma similar a lo que ocurre en el ámbito civil en virtud de los artículos 1124.3 y 1128 del CC ⁽¹⁵¹⁾.

En ese sentido, el contrato ISDA, siguiendo la práctica en materia de derivados financieros ⁽¹⁵²⁾, establece en la confirmación de derechos de emisión plazos de gracia o cortesía en la entrega debido a supuestos de errores en la transmisión de mensajes u órdenes de transferencia, que no podrán ir más allá

(147) HUDSON, A., ob. cit., p. 327.

(148) Más aún si el retraso determina frustración del fin del contrato (STS de 29 de enero de 1991 en venta de café).

(149) O si la mercancía se ha deteriorado (STS de 13 de mayo de 1990).

(150) Ha manifestado el TS que lo que el artículo 61 pretende evitar es que se obligue a una de las partes a admitir esos términos de gracia o cortesía, pero no se opone a que si una de ellas quiere aceptar o convalidar voluntariamente el retraso o demora del deudor, ello es posible en virtud del principio de autonomía de la voluntad y libertad de contratación (STS de 24 de marzo de 1953).

(151) BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, ob. cit., p. 392; GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 7.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 5; LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho mercantil*, tomo III, ob. cit., p. 11; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 22.ª ed., ob. cit., pp. 628-629. VICENT CHULIÁ entiende, en contra de la opinión mayoritaria, que el artículo 61 deroga el artículo 1124 del CC, ya que prohíbe a los Tribunales conceder términos de gracia y cortesía, pues el término en Derecho mercantil es siempre esencia. VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al derecho mercantil*, ob. cit., p. 425.

(152) HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, ob. cit., p. 321.

de ocho días hábiles, transcurridos los cuales queda expedita la vía de la resolución anticipada del contrato por el comprador ⁽¹⁵³⁾.

En virtud del artículo 63 del CCo, el deudor que incumple su obligación una vez llegado el término pactado para su cumplimiento incurre en situación de morosidad, sin necesidad de interpelación del acreedor, por lo que hay que entender que el artículo 63 del CCo deroga en este punto el artículo 1101.1 del CC y da lugar a una diferencia en el régimen de la morosidad entre el Derecho común y el Derecho mercantil ⁽¹⁵⁴⁾.

Por lo tanto, una vez incumplida la obligación de entrega por el vendedor, dicho incumplimiento no traerá como consecuencia la resolución automática del contrato (prevista como hemos visto únicamente en casos excepcionales), sino una situación de *mora ex re* en los términos previstos en el artículo 63 del CCo, pudiendo optar el comprador en dicho caso por la exigencia del cumplimiento forzoso retrasado con la correspondiente indemnización de perjuicios, o bien la resolución del contrato, también con indemnización.

Ahora bien, a la hora de encontrar justificación a ese derecho de resolución automática previsto en los escasos supuestos excepcionales de mora mercantil, se ha dicho que la voluntad del legislador no era otra que proteger al propio deudor que incurre en mora, para evitar así que la decisión del acreedor de resolver o no el contrato pudiera estar motivada por una finalidad especulativa en función de la cotización del objeto del contrato ⁽¹⁵⁵⁾, pero es que esa misma protección se puede conseguir, como pone de manifiesto VICENTE Y GELLA, permitiendo que la parte cumplidora enajene o compre en el mercado el objeto

⁽¹⁵³⁾ Se trata de supuestos debidos a “*settlement disruption events*” que están definidos como “*an event or circumstance beyond the control of the parties that prevents transfer of the Allowances from the Seller’s Trading Account to the Buyer’s Trading Account under and in accordance with the Scheme which the parties could not after using all reasonable efforts (which will not require the parties to incur a loss, other than immaterial, incidental expenses) overcome. For the avoidance of doubt, where such transfer is prevented by a failure of the central systems or processes established under the Scheme, such failure will not constitute a Settlement Disruption Event to the extent that contingency arrangements are operating under the Scheme by which the Seller can reasonably be expected to effect the transfer*”.

⁽¹⁵⁴⁾ GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 7.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 6; GARRIGUES, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, 2.ª ed., Madrid, 1948, p. 327; LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho mercantil*, tomo III, ob. cit., p. 13; URÍA, R., *Derecho mercantil*, 22.ª ed., ob. cit., p. 629; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 24; VICENTE Y GELLA, A., “El término esencial”, en *RDM*, núm. 42, 1949, p. 15.

⁽¹⁵⁵⁾ LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho mercantil*, tomo III, ob. cit., p. 17; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit. p. 25; VICENTE Y GELLA, A., “El término esencial”, ob. cit., p. 35.

del contrato, reclamando de su contratante la diferencia en más o menos el precio que la operación compensatoria supusiera respecto al pactado ⁽¹⁵⁶⁾.

Así se recibe, en sede de régimen jurídico de los contratos marco y por virtud del instituto de la analogía, la compra de reemplazo ⁽¹⁵⁷⁾, institución basada en el principio de la ejecución voluntaria del contrato principal por propia autoridad de la parte dispuesta a cumplir ⁽¹⁵⁸⁾, principio, por otra parte, determinante de la teoría del daño abstracto ⁽¹⁵⁹⁾, por el que en palabras de GARRIGUES se realiza la liquidación de las consecuencias dañosas derivadas del incumplimiento “*en forma rápida y sobre la base de una simple referencia de precios: el del contrato incumplido y el corriente en el mercado (...) Esta cantidad diferencial concreta y resume tanto el daño emergente como el lucro cesante*” ⁽¹⁶⁰⁾; obviamente, la ejecución práctica del sistema de compraventa de reemplazo deberá fundamentarse en el presupuesto de la buena fe ⁽¹⁶¹⁾.

Ello es así al incorporar por vía contractual el concepto de coste de reemplazo para el comprador: el cálculo de los daños y perjuicios sufridos es senci-

(156) VICENTE Y GELLA, A., “El término esencial”, ob. cit., p. 36.

(157) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho mercantil*, tomo III, vol. 1, ob. cit., p. 88; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 109.

(158) VICENTE Y GELLA “*El comprador a quien no se le entregan las cosas que adquirió puede comprarlas en el mercado, o el vendedor enajenar las que el comprador rehúsa recibir; inmediatamente después de llegada la fecha o expirado el plazo en que el negocio debiera cumplirse, reclamando de su contratante la diferencia en más o en menos que el precio de la operación compensatoria supusiera con respecto al pactado. El comprador o el vendedor de títulos o valores negociables tienen un derecho similar de que sólo pueden hacer uso en la Bolsa inmediata. Es la doctrina de la ‘compensación o de las diferencias’, cuya aplicación permite admitir la resolución del contrato sin quebranto alguno para el contratante a quien interesa su cumplimiento. Y en último término si no creyera conveniente o no le fuera posible, la ejecución por propia iniciativa del negocio compensatorio, la ley le permite manifestar su voluntad a la otra parte en el sentido de tener por subsistente el convenio principal*”. VICENTE Y GELLA, A., “El término esencial”, ob. cit., p. 36.

(159) Precisamente la doctrina del daño abstracto se basa históricamente en la presunción de que la parte cumplidora habrá tenido que acudir a un contrato de cobertura de mercancía del mismo género a precio de mercado, siguiendo el uso del comercio, o que, según expresamente impone alguna legislación, el acreedor está obligado a evitar el agravamiento del daño (así, el artículo 1227 del Codice Civile, que señala que “*Il risarcimento non é dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l’ordinaria diligenza*”), SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.ª ed., vol. II, p. 107.

(160) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho mercantil*, tomo III, vol. 1, ob. cit., p. 319.

(161) GARRIGUES, J., *Tratado de Derecho mercantil*, tomo III, vol. 1, ob. cit., p. 322; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.ª ed., vol. II, ob. cit., p. 210; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 107.

llo, ya que consisten en la diferencia entre el precio pactado y el valor de reemplazo ⁽¹⁶²⁾.

En virtud de la confirmación de ISDA, la parte incumplidora deberá pagar la diferencia entre el precio de mercado y el precio estipulado en el contrato cuando éste sea inferior, pero tendrá derecho a dicho pago si el precio de mercado fuera inferior al precio pactado (práctica conocida como *two-way*); en cambio en virtud del contrato de IETA no cabrá el derecho a la diferencia (*one-way*).

Ello palia la posible no aceptación por parte del comprador de unos derechos de emisión motivada por una finalidad especulativa en función del precio del objeto del contrato. El contrato marco ISDA prevé que el precio de reemplazo pueda funcionar en ambos sentidos, mientras que el contrato marco IETA prevé que la no aceptación por el comprador dé lugar a una posible resolución contractual con indemnización por coste de reemplazo para el vendedor. Sobra volver a incidir aquí sobre el impacto negativo que tiene la falta de uniformidad en los contratos en la liquidez en el mercado de derechos de emisión.

Además del coste de reemplazo, el comprador/acreador de derechos de emisión es susceptible de sufrir otro perjuicio tasado por ley, a saber, las sanciones aplicables al titular de la autorización de emisiones que incumpla su obligación de entrega de los derechos de emisión a las autoridades competentes en el momento previsto por incumplimiento de entrega por parte del vendedor (hablamos de la multa por exceso de emisiones, prevista en el artículo 16.3 y 16.4 de la Directiva 2003/1987) ⁽¹⁶³⁾. La sanción administrativa que tenga lugar por causa del incumplimiento en la entrega es asimismo subsumible en el concepto de daño o perjuicio indemnizable en virtud de nuestro ordenamiento jurídico. Hay dos inconvenientes en la inclusión de la multa por exceso de emisiones en el daño, la primera es si el comprador del derecho de emisión no es titular de

(162) SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.^a ed., vol. II, ob. cit., p. 210. El valor de reemplazo puede no ser fácilmente determinable por las partes, para lo que es posible nombrar a un tercero que arbitre la solución; así lo hace el contrato ISDA.

(163) El *IETA Master* añade además el concepto de penalización por emisiones excesivas, que obliga al vendedor a compensar al comprador además por cualquier sanción que éste tuviera que satisfacer por la entrega tardía de los derechos de emisión. “...*the Seller shall, in addition to the payment of any amount due in respect of the Buyer’s Replacement Cost and any other rights or remedies available to the Buyer, pay to the Buyer as compensation the amount of any Excess Emissions Penalty the Buyer incurred that directly relates to the Seller’s failure to make a required Transfer by the Delivery Date for any reason...*”. Estipulación 6.3 del *IETA Master*. En el mismo sentido, “*If Excess Emissions Penalty is specified to be aplicable, the Buyer represents that it is an operator which may become liable to pay an Excess Emissions penalty*”, añadiendo a pie de página que “*Unless otherwise specified, Excess Emissions Penalty will not apply*”. *ISDA Confirmation*.

autorización de emisión y por lo tanto no está sujeto a la obligación de entrega de derechos de emisión⁽¹⁶⁴⁾; ello convertirá a dicha multa en una cláusula penal⁽¹⁶⁵⁾, lo que volverá a jugar en detrimento de la liquidez en el mercado de derechos de emisión. La segunda es en relación con el hecho de que el precio del derecho de emisión ya incluye dicho concepto, por lo que en cierta medida parece que se estuviera pagando dos veces por lo mismo⁽¹⁶⁶⁾.

c) *Obligación de pago del precio*

Por lo que al comprador se refiere, éste viene obligado a la recepción de la cosa en las condiciones prefijadas y al pago del precio, según previsión del artículo 1500 del Código Civil: “*el precio ha de pagarse en el tiempo y lugar fijados por el contrato y, en su defecto, en el tiempo y lugar en que se haga la entrega de la cosa*”.

Los contratos marco suelen pactar el pago del precio con posterioridad a la entrega de la cosa y no con carácter inmediato⁽¹⁶⁷⁾, ya que hemos mencionado que se tratará habitualmente de una auténtica cadena contractual.

El comprador, además, debe facilitar la entrega de los derechos de emisión teniendo abierta una cuenta en cualquier Registro de derechos de emisión de la Unión Europea. Si el comprador rehúsa los derechos de emisión, sin justa causa, el vendedor vendrá facultado para optar por la rescisión del contrato o por el cumplimiento, depositando las cosas, y a pedir resarcimiento por daños y perjuicios.

⁽¹⁶⁴⁾ En este sentido prevé la confirmación de ISDA que la multa sea únicamente aplicable a los titulares de las instalaciones en el sentido de la Directiva 2003/1987 y de la Ley 1/2005.

⁽¹⁶⁵⁾ En función del artículo 56 del CCo, y de la regulación mucho más prolija de los artículos 1152 al 1155 del CC, la cláusula penal se hace exigible en caso de incumplimiento de una obligación principal, como una indemnización objetiva que sustituye a cualquier otra compensación a la que pudiera tener derecho el acreedor. Al tener finalidad indemnizatoria podrá ser reducida por el juez, ante un incumplimiento parcial (STS de 8 de febrero de 1993 y de 30 de marzo de 1999). Por el contrario, la cláusula no será revisable en caso de incumplimiento total (STS de 29 de noviembre de 1997), aceptando nuestro más alto Tribunal el pacto como cláusula penal de un recargo por kilogramo (STS de 7 de mayo de 1990) o día (STS de 28 de enero de 1992), afirmando que no es cláusula penal sino obligación primordial o fundamental, por lo que no puede reducirse o moderarse.

⁽¹⁶⁶⁾ REDSHAW, L., “Market based damages-the key to efficient master agreements”, *Point Carbon* (edición electrónica), Oslo, junio de 2004 (disponible en pointcarbon.com).

⁽¹⁶⁷⁾ El *ISDA Master* prevé o bien que se trate del mismo día que la fecha de entrega o bien que se pueda posponer por las partes en una serie de días hábiles después de la fecha de entrega. En el mismo sentido el contrato IETA establece que el día de pago será o una fecha determinada o cinco días después de la recepción del estado de cuenta entre las partes, la fecha que sea más tarde.

El comprador no viene obligado a admitir entregas parciales de las cosas compradas, pero puede aceptarlas, en cuyo caso quedará consumada la venta en cuanto a los derechos recibidos, sin perjuicio del derecho del comprador a pedir por el resto el cumplimiento del contrato o su rescisión (artículo 330 del CCo). Esta opción por la rescisión del contrato o por su cumplimiento deberá venir acompañada con la indemnización de los perjuicios en uno y otro caso. El comprador podrá optar por pagar por los derechos de emisión que le son entregados, conservando los derechos pertinentes por el incumplimiento contractual del vendedor⁽¹⁶⁸⁾.

El incumplimiento de pagar el precio en el momento debido constituye al comprador en mora, quedando obligado a pagar el interés de la cantidad que adeuda al vendedor.

El vendedor, al margen del derecho de retener la cosa, goza de un derecho real sobre el derecho de emisión vendido que se encuentre en su poder, aunque sea en calidad de depósito, que le consiente enajenarlo a un tercero para obtener el pago del precio con los intereses ocasionados por la demora (artículo 340 del CCo).

Nos encontramos ante un negocio de cobertura desde la perspectiva del vendedor *in bonis*: de acuerdo con el artículo 332, párrafos 1 y 2 del Código de Comercio, aplicable por analogía, ante el rehúse del recibo de la mercancía por el comprador o su demora sin justa causa el vendedor podrá pedir el cumplimiento o rescisión del contrato, depositando judicialmente, en el primer caso, las mercaderías. Si no deposita judicialmente, el contrato queda automáticamente resuelto sin necesidad de declaración expresa del vendedor. Por tanto, si no deposita, sólo le queda al vendedor la posibilidad de exigir los daños y perjuicios, como consecuencia de la resolución automática por incumplimiento; y puede disponer inmediatamente de la mercancía vendiéndola a terceros. Pero esta segunda venta (o ventas) puede conectarla con la anterior, en concepto de venta de sustitución, reforzando poderosamente la prueba de los perjuicios causados por la diferencia de precios⁽¹⁶⁹⁾.

(168) La Cláusula de *Partial Settlement* en ISDA prevé: “*If, on Delivery Date, Seller delivers to Buyer fewer Allowances than the Allowances to be delivered, Buyer’s obligation to pay pursuant to physical settlement above shall be reduced by an amount equal to the allowance shortfall multiplied by the allowance purchase price, and the provisions of ‘failure to deliver’ will apply in respect of the allowance shortfall*”. El *IETA Master* prevé que el pago sea efectuado en la fecha más tardía de entre una fecha de pago acordada entre las partes o el quinto día hábil tras recepción del extracto del registro de transmisión de derecho de emisión entre cuentas (estipulación 8.3 *IETA Master*).

(169) VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.^a ed., tomo II, ob. cit., p. 107.

En este mismo sentido juega el ya mencionado coste de reemplazo establecido por el contrato IETA por el incumplimiento del comprador, así como el sistema *two way* establecido por la confirmación ISDA, en virtud de la cual la parte compradora vendrá obligada al pago del coste de reemplazo cuando el precio de mercado sea inferior al precio pactado.

B) Resolución anticipada

En cualquier caso, el contrato marco va a prever todas aquellas causas que pueden resultar determinantes del vencimiento anticipado de los contratos celebrados a su amparo, atendiendo de forma principal a la necesidad de que las partes puedan hacer frente a sus obligaciones recíprocas de forma continuada durante la duración de éste, susceptible de incluir una pluralidad de operaciones individuales a lo largo del tiempo⁽¹⁷⁰⁾.

De una parte, establece las causas imputables a la actuación de una de las partes o terceras entidades relacionadas con la misma (*events of default*)⁽¹⁷¹⁾, lo que va a incluir la incapacidad sobrevinida de las partes, así como la pérdida de confianza en la contraparte y/o en el deterioro de su situación financiera y patrimonial, y de otras aquellas causas debidas a circunstancias objetivas sobrevinidas (*termination events*)⁽¹⁷²⁾.

(170) Nada obsta a la validez de las cláusulas de vencimiento anticipado en general, con cargo a ese “cajón de sastre” que en nuestro ordenamiento positivo representa la norma contenida en el artículo 1225 del CC. AURIOLES MARTÍN, A., “Cuestiones en torno a las cláusulas de vencimiento anticipado en pólizas bancarias de préstamo y de crédito”, en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo III, Madrid, 1996, p. 3141.

(171) Entre éstas se incluyen las siguientes: “a) incumplimiento de las obligaciones de pago o entrega transcurrido un plazo de gracia de tres días hábiles en beneficio del deudor; b) falsedad en las declaraciones realizadas; c) incumplimiento de cualquier otra obligación material y no remedio en el plazo de cinco días hábiles tras la notificación por la parte no incumplidora; d) situaciones de insolvencia e incumplimiento de obligaciones relativas a la constitución de garantías prometidas y otra serie de supuestos relativos a la extinción o suspensión de la misma; e) incumplimiento de obligaciones en virtud de terceros contratos; f) incumplimiento cruzado; h) reducción del rating del crédito o en el supuesto de que la parte no tenga rating, si disminuyen los ratios financieros en relación con las últimas cuentas; i) reducción de la solvencia económica a resultas de la participación en un proceso de fusión, escisión o cesión global de activos y pasivos”. (estipulación 13.2 del *IETA Master*).

(172) Entre estas causas cabe incluir: a) la ilegalidad sobrevinida del contrato o, en su caso, de su ejecución como consecuencia de la aplicación de normativa de nueva aprobación; b) modificación del régimen fiscal aplicable a los pagos en que se concreta la ejecución del contrato; c) otras a negociar en cada caso concreto (*IETA Master*).

En este grupo encontramos auténticas causas de resolución contractual por incumplimiento de las obligaciones principales asumidas por las partes en virtud del contrato de compraventa (las ya analizadas obligaciones de entrega de la cosa del vendedor y de recepción de la cosa y pago del precio del comprador), que serán aptas para producir los efectos propios del fenómeno resolutorio, así como supuestos ligados al deterioro de la situación financiera y patrimonial de la contraparte.

En estos últimos supuestos se incluye un amplio elenco de circunstancias y acontecimientos que, a pesar de su variedad morfológica y diverso significado económico-jurídico, son subsumibles dentro del catálogo de justas causas en que puede apoyarse la parte *in bonis* para denunciar el contrato ante el deterioro, actual o hipotético, de la situación patrimonial de la contraparte *in malus* o como consecuencia de ciertos actos que pongan de manifiesto dificultades financieras de aquel para hacer frente a otras obligaciones pendientes⁽¹⁷³⁾.

Nos interesa detenernos en la declaración judicial de la situación concursal por el motivo mencionado más atrás, a saber, la no posibilidad para el contratante de derechos de emisión de beneficiarse de las excepciones al régimen concursal en materia de compensación de créditos.

De entrada, ya no existía antes de la entrada en vigor de la Ley concursal, el 1 de septiembre de 2004, acuerdo doctrinal en el reconocimiento de la validez y eficacia de los pactos contractuales relativos a la apertura de un procedimiento concursal a cualquiera de las partes como causa de terminación o vencimiento anticipado de un contrato⁽¹⁷⁴⁾. Ahora bien, la nueva Ley concursal establece que “*Se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso o de cualquiera de las partes*”, lo que acababa zanjando la cuestión hasta la modificación reciente introducida por el RD-L 5/2005, que establece que la declaración de vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de un acuerdo de compensación contractual no podrá verse limitada por la apertura de procedimientos concursales o de liquidación administrativa. Por tanto, la regla general de ineficacia de las cláu-

(173) AURIOLES MARTÍN, A., “Cuestiones en torno...”, ob. cit., p. 3156.

(174) En contra, AURIOLES se basa en la nulidad de los pagos que se realicen con posterioridad a la época en que se retrotraigan los efectos de la quiebra (ex 878 del CCo). AURIOLES MARTÍN, A., “Cuestiones en torno...”, ob. cit., p. 3156. A favor SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 177.

sulas de vencimiento anticipado del artículo 61.3 de la Ley Concursal no es de aplicación a los acuerdos de compensación contractual⁽¹⁷⁵⁾.

La prohibición general de compensación de créditos establecida en sede concursal cede, para los productos derivados financieros y a partir de unos argumentos que nada tienen que ver con los principios rectores del Derecho concursal, al reconocer la eficacia de unos contratos cuyo efecto principal consiste precisamente en un efecto compensatorio de créditos y deudas, que son sustituidos por un único crédito y deuda en la masa de la quiebra. Nos encontra-

(175) La posibilidad de *close-out netting* en situaciones de insolvencia ha sido cuestión largamente debatida por nuestra más autorizada doctrina, al establecer el artículo 1196 del Código Civil que uno de los requisitos exigidos para la eficacia de la compensación, como causa de extinción de las obligaciones, se encuentra en la circunstancia de que sobre ninguna de las deudas objeto de compensación haya retención o contienda promovida por terceras personas y notificada oportunamente al deudor. Se trata así de si las deudas del quebrado, vencidas por efecto de la declaración de quiebra, se compensan o no con los créditos que, a su vez, pueda tener contra él su acreedor. BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, 8.ª ed., ob. cit., p. 672; LÓPEZ VILAS, R., *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, dirigidos por Albaladejo, M., tomo XVI, vol. I, Madrid, 1980, p. 439; LÓPEZ VILAS, R., “Los requisitos de la compensación como forma de pago y el mecanismo de la compensación bancaria”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 1528; OLIVENCIA RUIZ, M., “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código Civil”, en *Anuario de Derecho civil*, 1958, p. 805; URÍA, R., “Reaseguro, quiebra y compensación”, en *Revista de Derecho Mercantil*, 1950, p. 371, y *Derecho mercantil*, ob. cit., p. 831. VICENT CHULIÁ declaraba fuera de toda duda la eficacia de la compensación producida con anterioridad a la declaración de quiebra, en un momento en que concurrían los requisitos del 1196 del CC, justificándose dicha opinión en el “efecto automático de la compensación”. VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, ob. cit., p. 867. En contra, OLIVENCIA RUIZ, M., “La compensación en la quiebra...”, ob. cit., p. 805; GONZÁLEZ HUEBRA, *Tratado de quiebras*, Madrid, 1856, p. 8, citado en POLO DIEZ, A., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de diciembre de 1941”, en *Revista de Derecho Privado*, 1942, p. 657, y la Sentencia de 17 de marzo de 1977 del Tribunal Supremo, que resume en su doctrina los argumentos en cuya virtud nuestro Derecho no admitía la compensación de deudas del quebrado. En este sentido la opinión contraria de nuestro más alto Tribunal se resume en los dos argumentos siguientes, a saber: en primer lugar, en la necesidad de mantener el principio de la indisponibilidad de la masa, a la cual corresponde todo el patrimonio del quebrado; el segundo, referido a la *pars conditio creditorum*, en cuya virtud no se tolera que se distraiga, en provecho de unos acreedores y en detrimento de los demás, una parte del activo de la quiebra. El problema se sigue planteando en la reciente Ley concursal sólo a partir de la declaración del concurso, ya que establece que “*declarado el concurso, no procederá la compensación de los créditos y deudas del concursado, pero producirá sus efectos la compensación cuyos requisitos hubieran existido con anterioridad a la declaración*” (artículo 58). Con la salvedad del artículo 205, “*La declaración de concurso no afectará al derecho de un acreedor a compensar su crédito cuando la ley que rijan el crédito recíproco del concursado lo permita en situaciones de insolvencia*”. Esta norma general no debería impedir que se respete la compensación que se haya producido con anterioridad a la declaración del concurso, a diferencia de lo que ocurría en virtud de la normativa anterior. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de derecho mercantil*, 26.ª ed., vol. II, ob. cit., p. 462.

mos así ante una excepción ⁽¹⁷⁶⁾ a los principios generales, que había quedado curiosamente limitada con la nueva Ley Concursal ⁽¹⁷⁷⁾, pero que vuelve a ser modificada por el RD-L 5/2005 que establece, en este ámbito, que el crédito o deuda a incluir en el procedimiento será el importe neto de las operaciones financieras calculado de conformidad con el acuerdo de compensación contractual.

Las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual sólo podrán ser objeto de rescisión mediante acción ejercitada por la administración concursal en la que se demuestre perjuicio en dicha contratación. En este caso, también la versión definitiva del RD-L 5/2005 difiere de los anteriores borradores que hacían referencia al fraude en la contratación.

El legislador español ha creído conveniente que este auténtico privilegio legal del que disfrutaban las contrapartes al permitir la compensación de deudas en situaciones de concurso, en aras a proteger el sistema financiero ⁽¹⁷⁸⁾, no resulte de aplicación para los negocios con productos como los derechos de

⁽¹⁷⁶⁾ Esta excepción se concreta, en la práctica, en el hecho de que del reconocimiento de la compensación en estos supuestos deriva un privilegio de índole objetiva —por cuanto sólo opera en relación con determinados activos— y otro de índole subjetiva —por cuanto sólo opera en beneficio de las partes—. En primer lugar, sólo “*de las operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual*”, sea en operaciones dentro o fuera de mercado (OTC). En segundo lugar, siempre que al menos una de las partes del acuerdo sea una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión. En tercer lugar, será necesario que el contenido del acuerdo contenga el mecanismo de cálculo del saldo neto exigible. Finalmente, operada la compensación, la única obligación legalmente exigible que resulta de dicho procedimiento quedará enteramente sometida al procedimiento del concurso, por lo que la parte acreedora deberá insinuar su crédito en la masa pasiva, quedando sometida al pago concursal. SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, ob. cit., p. 589.

⁽¹⁷⁷⁾ La disposición adicional segunda de la Ley Concursal establece que se aplicarán en los concursos de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y demás entidades enumeradas en dicho apartado las especialidades que para las situaciones concursales se hallen establecidas en la legislación específica enumerada en el apartado segundo de la disposición adicional, a saber, las excepciones al principio general. Hablan DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS de que, *a sensu contrario*, hay que interpretar que dichas excepciones no se aplicarán en los concursos de las demás personas físicas o jurídicas. Ello hace que determinadas operaciones especiales de instrumentos financieros llevadas a cabo por grandes empresas no calificadas como empresas de servicios de inversión, no estén incluidas en la excepción a la regla general. DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley concursal sobre el sistema financiero”, en *Diario La Ley*, núm. 5825, Madrid, 2003, p. 1.

⁽¹⁷⁸⁾ Entendido más que nunca en palabras de PÉREZ DE ARMIÑÁN como “*un delicado equilibrio entre instituciones, mercados e instrumentos financieros y técnicas operatorias con una doble y esencial función: a) garantizar el abastecimiento de medios de pago a la Economía en las mejores condiciones de estabilidad y b) fomentar la formación del ahorro y facilitar su canalización, permitiendo la más eficaz asignación de ese recurso escaso*”. PÉREZ DE ARMIÑÁN, G., *Legislación bancaria española*, 6.ª ed., Madrid, 1983, p. 3.

emisión⁽¹⁷⁹⁾. Por el contrario, el RD-L 5/2005 establece expresamente la posibilidad de compensar las operaciones financieras realizadas sobre los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión regulados en la Ley 1/2005 (artículo 5 RD-L 5/2005) incluso si una de las partes es operador no financiero (entre los que estarán los intermediarios o *traders* que no entren en el ámbito de aplicación subjetivo de la DSI2), pero siempre y cuando lo sea la otra parte.

V. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Madrid, 1995.

ALBALADEJO, M., *Derecho civil*, 14.^a ed., tomo I, vol. II, Barcelona, 1996.

ALONSO SOTO, R., “La permuta financiera”, en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, 1990.

ARRAZOLA, L., *Enciclopedia española de Derecho y Administración*, Madrid, 1849.

AURIOLES MARTÍN, A., “Cuestiones en torno a las cláusulas de vencimiento anticipado en pólizas bancarias de préstamo y de crédito”, en *Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, tomo III, Madrid, 1996, p. 3141.

— *Créditos sindicados con interés variable*, Barcelona, 1987.

BATES, C. y BROWN, C., “ISD2 mandates weather derivative regulation review”, (edición electrónica), pendiente de publicación en *Environmental Finance*.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ CANO, R. y VALLADARES RASCÓN, E., *Comentarios al Código Civil y a las Compilaciones Forales*, tomo XVI, vol. 1, Madrid, 1991.

BOEMARE, C.; QUIRION, P.; SORRELL, S., “The evolution of emissions trading in the EU: tensions between national trading schemes and the proposed EU directive”, *Climate Policy*, vol. 3, núm. 2, 2003, p. 105-124.

(179) A contracorriente de la opinión general en derecho comparado, “*resulta trágicamente paradójico que mientras algunos países desarrollados están contemplando ampliar dichas disposiciones de netting (como es el caso de los Estados Unidos de Norteamérica) o han recientemente ampliado éstas (el caso de Francia que precisamente ha ampliado los artículos L.431-17, L.432-6; L.432-8 y L.432-16 del Código Monetario y Financiero Francés), en España se adopte justamente la medida contraria*”. DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables...”, ob. cit., p. 7.

BOUCQUEY, N., *Aspects juridiques des marchés de pollution: conception, réglementation et responsabilité*, Bruselas, 1998.

BROSETA, M., *Manual de Derecho mercantil*, 8.^a ed., Madrid, 1990.

CACHÓN BLANCO, J.E., *Derecho del mercado de valores*, tomo I, Madrid, 1992.

CAMACHO CLAVIJO, S., *La prenda de valores anotados en cuenta: constitución y efectos*, Valencia, 2003.

CARLOS BERTRÁN, F. y FERNÁNDEZ-ARRESTO, J., *El Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, 1992.

CASTÁN TOBEÑAS, J., “El concepto de Derecho subjetivo”, en *Revista de Derecho Privado*, 1940, p. 121.

COASE, R.H., “The problem of social cost”, *Journal of Law & Economics*, vol. 3, núm. 1, 1960, p. 1-44.

COSSÍO Y CORRAL, A., *Instituciones de Derecho civil*, tomo I, Madrid, 1975.

COSTA RAN, L. y FONT VILLALTA, M., *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas*, Madrid, 1992.

CUERVO, A.; RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO, J.A., *Manual de sistema financiero. Instituciones, mercados y medios en España*, Barcelona, 1987.

CUÑAT EDO, V., “Mercados de derivados no financieros, su régimen jurídico”, en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, dirigido por Díaz Ruiz E. y Larraga, P., Madrid, 1997.

DALES, J.H., *Pollution, property & prices: An Essay in Policy-Making and Economics*, Reino Unido, reed. 2002, 1.^a ed. 1968.

DENNIS, J.M., “Smoke for sale: paradoxes and problems of the Emissions Trading Program of the Clean Air Act amendments of 1990”, *UCLA Law Review*, vol. 40, núm. 1101, 1993, p. 1140.

DÍAZ RUIZ, E., “El contrato de swap”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 36, 1989, p. 734.

DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S., “Efectos indeseables de la nueva Ley concursal sobre el sistema financiero”, en *Diario La Ley*, núm. 5825, Madrid, 2003, p. 1.

DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, 5.^a ed., vol. I, Madrid, 1996.

DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de derecho civil*, 11.^a ed., vol. I, Madrid, 2003.

DOMÍNGUEZ GARCÍA, M.A., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta”, en *Estudios Jurídicos en Homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, tomo II, Madrid, 1996, p. 1641.

DRIESEN, D.M., “Is Emissions Trading an Economic Incentives Program? Replacing the command and control economic incentives dichotomy”, *Washington and Lee Law Review*, vol. 55, núm. 289, 1998, p. 324-325.

DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, I., “El contrato swap”, en *Cuadernos de Derecho judicial. Contratos Bancarios y Financieros*, Madrid, 1993.

— Emissions Trading Education Initiative, *Emissions Trading Handbook*, Milwaukee, 1999.

FABRA UTRAY, J., *¿Liberalización o regulación? Un mercado para la electricidad*, Madrid, 2004.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. y CALVO ARAVACA, A.L., *Derecho Mercantil Internacional*, Madrid, 1993.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Un nuevo registro de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores”, en *Revista Crítica de Derecho inmobiliario*, núm. 593, 1989, p. 1213.

FERNÁNDEZ NOVOA, C., “Término esencial”, en *Anuario de Derecho civil*, 1954, p. 937.

FOUNDATION FOR INTERNATIONAL ENVIRONMENTAL LAW AND DEVELOPMENT (FIELD), *Study on the Legal/Policy framework needed for the establishment of a Community Greenhouse Gas Emissions Trading Regime*, informe final para la Comisión Europea, Bruselas, 2001.

GARCÍA DE ENTERRÍA, E. y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, T.R., *Curso de derecho administrativo*, 11.ª ed., tomo 1, Madrid, 2002.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., “La eficiencia del mercado de capitales. Securities law de EE.UU.”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 982.

GARCÍA-PITA Y LASTRES J.L., *El contrato bancario de descuento*, Madrid, 1990.

— “La admisión de acciones ‘bancarias’ a cotización bursátil. (Concurrencia de las exigencias del derecho bursátil con el estatuto especial de la Sociedad Anónima de Crédito)”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 997.

— “La mercantilidad del contrato de comisión y las obligaciones de diligencia del comisionista”, en *Estudios jurídicos en homenaje al Prof. Aurelio Menéndez*, tomo III, Madrid, 1996.

— *Introducción al derecho de los títulos-valores y de las obligaciones mercantiles*, Barcelona, 2002.

GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, 2.^a ed., Madrid, 1975.

GARRIGUES DÍAZ CAÑABATE, J. y GARRIGUES, J., *Curso de Derecho mercantil*, 8.^a ed., tomo II, Madrid, 1983.

GAY G. y MEDERO J., “The economics of derivatives documentation: private contracting as a substitute for government regulation”, *The Journal of Derivatives*, 1996.

GISPERT PASTOR, M.T. DE, *Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español*, Barcelona, 1986.

GONDRA, J.M., *Derecho mercantil*, tomo 1, vol. I, Madrid, 1992.

HAHN, R.W. y HESTER, G.L., “Marketable permits: Lessons for Theory and Practice”, *Ecology Law Quarterly*, vol. 16, núm. 361, 1989.

— “Where did all the markets go? An analysis of EPA’s Emissions Trading Program”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 6, núm. 109, 1989, p. 117.

HUDSON, A., *The Law on Financial Derivatives*, Londres, 2002.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *Contratos bursátiles a plazo y reforma española de los mercados de valores*, Madrid, 1999.

KIRCHNER, P. y SALINAS, C., *La reforma de la Ley del Mercado de valores*, Valencia, 1999, p. 42.

LACRUZ BERDEJO, J.L.; SANCHO REBULLIDA, F.A.; LUNA SERRANO, A.; DELGADO ECHEVARRÍA, J.; RIVERO HERNÁNDEZ, F.; RAMS ALBESA, J., *Elementos de Derecho civil*, tomo I, vol. 3, Madrid, 1999.

LANGLE RUBIO, E., *Manual de Derecho mercantil*, tomo III, Barcelona, 1959.

LÓPEZ SANTANA, N., “El ámbito objetivo del mercado de valores: delimitación del concepto de valor negociable tras la introducción del concepto de instrumento financiero y aproximación de este último”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 88, 2002, p. 75.

LÓPEZ TELLO, J., “Fiscalidad de los derivados cotizados en mercados OTC”, en *Productos financieros derivados y mercados organizados*, dirigido por Díaz Ruiz, E. y Larraga, P., Madrid, 1997, p. 89.

LÓPEZ VILAS, R., “Los requisitos de la compensación como forma de pago y el mecanismo de la compensación bancaria”, en *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil en homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 1528.

MANRESA Y NAVARRO, J.M., *Comentarios al Código Civil español*, 5.^a ed., tomo X, Madrid, 1950.

MARTÍN OVIEDO J.M., *Ordenación legal del sistema financiero español*, Madrid, 1987.

MENÉNDEZ REXACH, A., “El mercado del agua en el ordenamiento español”, en *Precios y Mercados del Agua*, dirigido por Embid Irujo, A, Madrid, 1996, p. 162.

MENEU, V.; LUCÍA, J.; PARDO, A.; DE BENITO, R., “Mercados derivados de mercancías y servicios”, en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, dirigido por Sánchez Fernández de Valderrama, J.L., Barcelona, 2001, 6.^a ed., p. 1065.

MICHAELIS, L. y HOLTWISCH, C., “Die deutsche Umsetzung der europäischen Emissionshandelsrichtlinie”, *Neue Juristische Wochenschrift*, vol. 30, 2004, p. 2127.

MONTES PENADES, V., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales*, dirigido por Albaladejo, M., tomo XV, vol. 2, Madrid, 1983, p. 73.

NATIONAL RESEARCH COUNCIL COMMITTEE TO REVIEW INDIVIDUAL FISHING QUOTAS, *Sharing the fish: toward a national policy on fishing quotas*, Washington D.C., 1999.

NAVARRO PÉREZ, J.L., *La compraventa en el Código Civil*, Córdoba, 1999.

OICV, *Informe de TC sobre la transparencia y fragmentación del mercado*, Londres, 2001.

OLIVENCIA RUIZ, M., “La autonomía del Derecho Mercantil: la Constitución y el Derecho Mercantil. Ensayo de un concepto de Derecho mercantil”, en *Derecho Mercantil*, obra coordinada por Sánchez, G.J., Barcelona, 1995, p. 39.

— “La compensación en la quiebra y el artículo 926 del Código Civil”, en *Anuario de Derecho civil*, 1958.

ORESTANO, R., “Diritti soggettivi e diritti senza soggetto”, en *Jus*, Milán, 1960, p. 150.

PAZ-ARES, C., “La economía pública como jurisprudencia racional (aproximación a la teoría económica del Derecho)”, en *ADC*, núm. 2, 1981, p. 683.

PÉREZ DE ARMIÑAN, G., *Legislación bancaria española*, 6.^a ed., Madrid, 1983.

POLO DÍEZ, A., “Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de diciembre de 1941”, en *Revista de Derecho Privado*, 1942, p. 657.

PUIG BRUTAU, J., *Fundamentos de Derecho Civil*, 3.^a ed., tomo II, vol. 1, Barcelona, 1988.

RABADÁN FORNIES, M., *Sistema financiero y Bolsa. La financiación de la empresa a través del Mercado de Valores*, Madrid.

RAMS ALBESA, J., *Comentarios al Código Civil y compilaciones forales*, tomo XVII, vol. 1B, dirigidos por Albaladejo, M. y Díaz Alabart, S., Madrid, 1993, p. 448.

RECALDE, A., “La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)”, en *Estudios Broseta*, tomo III, Valencia, 1995, p. 3093.

REDSHAW, L., “Facilitating liquidity in the EU ETS”, *Carbon finance*, (edición electrónica), núm. 7, 2004.

— “Market based damages—the key to efficient master agreements”, *Point Carbon* (revista electrónica), Oslo, junio de 2004 (disponible en pointcarbon.com).

ROSE, C.M., “From local to global commons: private property, common property and hybrid property regimes: expanding the choices for the global commons: comparing newfangled tradable allowance schemes to old-fashioned common property regimes”, *Duke Environmental Law & Policy Forum* (revista electrónica), núm. 10, 1999 (disponible en Lexis-Nexis), p. 45.

ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., “El mercado financiero de derivados de derechos de emisión”, en *Revista Interdisciplinaria de Gestión Ambiental*, núm. 66, Madrid, junio de 2004, p. 29.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La reforma de los mercados de títulos en España”, en *Estudios de Derecho bancario y bursátil en homenaje a Evelio Verderra y Tuells*, tomo II, Madrid, 1994, p. 2353.

SÁNCHEZ CALERO, F., “Evolución de la responsabilidad civil de la empresa”, en *Estudios sobre el aseguramiento de la responsabilidad en la gran empresa*, Madrid, 1994.

— “Evolución y perspectivas del régimen de los títulos valores”, en *La reforma de la legislación mercantil*, Madrid, 1979, p. 217.

— *Instituciones de derecho mercantil*, 26.^a ed., vol. II, Madrid, 2003.

SANZ CABALLERO, J.I., *Derivados financieros*, Barcelona, 2000.

SCHWARTZ, P. y CARBAJO, A., “Teoría económica de los derechos de apropiación”, ponencia presentada en las *Jornadas hispano-francesas sobre la nueva economía*, Madrid, 17 y 18 de enero de 1980, pp. 1-58.

SIERRA GIL DE LA CUESTA, I., *Comentarios del Código Civil*, tomo 3, Barcelona, 2000.

STEWART, R.B., “Privprop, regprop and beyond”, *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 13, 1990, p. 91.

TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del mercado de valores*, Barcelona, 2003.

TIETENBERG, T.H., “The design of property rights for air pollution control”, *Public Policy*, núm. 27, 1974, pp. 275-292.

— “The tradable permits approach to protecting the commons: what have we learned?”, *Fondazione Eni Enrico Mattei*, Milán, 2002, p. 17.

TRILLO-FIGUEROA, J. y DE BORJA, F., *La regulación del sector eléctrico*, Madrid, 1998.

URETA DOMINGO, J.C., “Las instituciones del mercado: *brokers y dealers*, las sociedades y agencias de valores y bolsa”, en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, 6.ª ed, dirigido por Sánchez Fernández de Valderrama, J.L., Barcelona, 2001,.

URÍA, R., “Reaseguro, quiebra y compensación”, en *Revista de Derecho Mercantil*, 1950, p. 371.

— *Derecho mercantil*, 12.ª ed., Madrid, 1982.

VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, 3.ª ed., tomo II, Barcelona, 1990.

— *Introducción al derecho mercantil*, 14.ª ed., Valencia, 2001.

VICENTE Y GELLA, A., “El término esencial”, en *RDM*, núm. 42, 1949, p. 15.

VILARROIG MOYA, R., *La tributación de las opciones financieras*, Pamplona, 1998.

VIVES RODRÍGUEZ DE HINOJOSA, J., “Contratos financieros sobre la electricidad”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 80, octubre-diciembre de 2000, p. 151.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Barcelona, 2000.

— “Carbon emissions Trading. A Green future”, *The Economist*, 11, septiembre de 2004, p. 75.

— “EEX to offer CO₂ contract from '05”, *Point Carbon (revista electrónica)*, Oslo, 16 de julio de 2004 (disponible en pointcarbon.com).

— “Exchanges look at EU ETS contracts”, *Carbon Finance*, núm. 3, 2004, p. 2.

— “Shell, Barclays trade on ISDA”, *Point Carbon (revista electrónica)*, Oslo, 28 de julio de 2004 (disponible en pointcarbon.com).

CRÉDITO CAMBIARIO Y TUTELA JUDICIAL

DR. FEDERICO ADAN DOMÉNECH

Profesor Derecho Procesal Universidad Rovira i Virgili

SUMARIO

- I. UTILIZACIÓN DEL PROCESO CAMBIARIO: ¿VÍA IMPERATIVA O VÍA ALTERNATIVA?
 - II. VENTAJAS DEL ACREEDOR RESPECTO DE LA UTILIZACIÓN DE LOS DIFERENTES PROCESOS ESPECIALES PARA LA RECLAMACIÓN DEL CRÉDITO CAMBIARIO.
 1. **Ventajas de la utilización por parte del acreedor cambiario del proceso monitorio.**
 2. **Ventajas de la utilización por parte del acreedor cambiario del proceso cambiario.**
 - A) Límite cuantitativo inexistente.
 - B) Práctica inmediata del embargo.
 - C) Oposición limitada.
 - D) Mayor exigencia en cuanto al grado de fundamentación de la oposición.
 - E) Tramitación de la oposición a través del juicio verbal.
 - F) Consecuencias jurídicas de la incomparecencia del deudor al acto de la vista del juicio verbal.
 - G) Las partes y la carga de la prueba.
 - H) Mayor rapidez en la tramitación del proceso cambiario.
 - III. BIBLIOGRAFÍA
-

I. UTILIZACIÓN DEL PROCESO CAMBIARIO:
¿VÍA IMPERATIVA O VÍA ALTERNATIVA?

Una de las novedades de mayor trascendencia que introduce la Ley 1/2000 de Enjuiciamiento Civil radica en la regulación, por vez primera en nuestro ordenamiento jurídico, del reclamado proceso monitorio. La doctrina procesal califica este proceso como aquel “(...) destinado a tutelar aquellos derechos de crédito de índole pecuniaria que se encuentran debidamente documentados (...)” (1). Por su parte, la letra de cambio, el pagaré y el cheque se caracterizan por ser documentos en los que aparece incorporada una deuda pecuniaria de la que debe responder el deudor cambiario. De esta forma, partiendo del hecho de que en el documento cambiario se consigna una deuda y de que el proceso monitorio se erige como cauce reglado idóneo para la reclamación de deudas, surge el interrogante de si el tenedor de la letra de cambio, cheque o pagaré puede solicitar la tutela judicial de su crédito incorporado a uno de estos títulos a través del nuevo proceso monitorio.

La doctrina procesal no adopta un criterio unánime frente a tal polémica, existiendo un doble posicionamiento:

De este modo, un sector doctrinal considera que efectivamente el acreedor cambiario podrá acudir al auxilio judicial mediante el proceso monitorio a efectos de reclamar la realización del crédito incorporado al título cambiario. Así, SERRA DOMÍNGUEZ manifiesta que “(...) el tenedor de una letra de cambio, de un cheque o de un pagaré deberá poder acudir bien al juicio ejecutivo, bien al proceso monitorio (...)” (2). En términos similares se expresa GÓMEZ DE LIAÑO al afirmar que el proceso cambiario es “electivo y eventual, en el sentido de que el titular del crédito incorporado al documento cambiario, puede acudir también al monitorio o directamente al declarativo que corresponda, según la cuantía” (3). De la misma forma, RAMOS MÉNDEZ sostiene que “dado que este tipo de documentos (letra de cambio, cheque y pagaré) también tienen cabida entre los soportes que pueden dar lugar al juicio

(1) GARBERÍ LLOBREGAT, J., “Los procesos cambiario y monitorio en el Anteproyecto de nueva Ley de Enjuiciamiento Civil”, en *Tribunales de Justicia*, n.º 7, 1998, p. 722.

(2) SERRA DOMÍNGUEZ, M., *La Ley 1/2000 sobre enjuiciamiento civil*, Bosch, Barcelona, 2000, p. 65.

(3) GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de enjuiciamiento Civil (Ley 1/2000)* (F. Gómez de Liaño, coord.), Forum, Oviedo, 2000, p. 983.

monitorio, lo que parece aconsejable es acudir a este último” (4). CORREA DELCASSO se pregunta: ¿por qué regula aparte el legislador otro procedimiento substancialmente idéntico para la única tramitación de letras de cambio, cheque y pagarés, cuando estos títulos, al igual que cualesquiera otros documentos, pueden encauzarse perfectamente a través de un proceso monitorio? (5).

Asimismo, SERRANO afirma que “(...) la materia concreta que se le asigna (al proceso cambiario) puede ventilarse por los cauces del proceso ordinario que corresponda por la cuantía; incluso por el procedimiento monitorio si la suma reclamada no supera los dos millones de pesetas” (6). Por su parte, GARBERÍ LLOBREGAT considera que el acreedor cambiario puede acudir al monitorio en base a dos argumentos: uno formal, consistente en el hecho de que el art. 819 de la Ley Procesal no se manifiesta en términos imperativos, y uno material, pues no existe razón alguna para que el acreedor renuncie a las ventajas del monitorio por estar su crédito documentado en una letra de cambio” (7).

En contra, otro grupo de autores consideran que el acreedor cambiario no puede pretender el cobro de la deuda a través de la vía procesal del proceso cambiario. Mantiene esta postura GÓMEZ COLOMER, quien sostiene que cuando haya una protección específica del crédito en la Ley deberá respetarse ésta. Por ello no es posible acudir a un proceso monitorio con una letra de cambio, y ni tan sólo debe admitirse a trámite una demanda monitoria a la que se acompañe dicho documento (8). Asimismo, ROBLES GARZÓN manifiesta que “toda reclamación de una deuda documentada tanto en una letra de cambio, en un cheque, como en un pagaré, que reúna los requisitos establecidos en la ley Cambiaria y del Cheque, y con independencia de la cuantía de la misma, tendrá

(4) RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada a la LEC*, Bosch, Barcelona, 2000, pp. 730 y 731.

(5) CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, Marcial Pons, Barcelona, 2000, p. 55. En términos similares, idem: “El juicio cambiario en el Proyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil: Análisis comparativo con el derecho alemán, naturaleza jurídica y consideraciones en torno a su futura incidencia práctica en el derecho español”, en *La Ley*, año XX, n.º 4754, marzo de 1999, p. 4.

(6) SERRANO, M., “Notas sobre la regulación del juicio cambiario”, en *Jornadas nacionales sobre el Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil*, Murcia, 1997, pp. 175 y 176. Estas afirmaciones son realizadas respecto de la regulación del Borrador del Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil.

(7) GARBERÍ LLOBREGAT, J., Conferencia impartida bajo el título “El proceso cambiario”, el día 11 de diciembre del 2000, en el Colegio de Abogados de Tarragona.

(8) GÓMEZ COLOMER, J.L., “El juicio monitorio”, conferencia impartida el día 14 de diciembre del 2000, en el Ilustre Colegio de Abogados de Tarragona.

que exigirse a través del proceso cambiario regulado en los artículos 819 a 827 de la LEC del 2000”⁽⁹⁾. Finalmente, BONET NAVARRO afirma que “la vía posible para hacer valer las diversas acciones cambiarias (es) doble: La declarativa ordinaria que proceda conforme a la cuantía y, actualmente, la del proceso monitorio cambiario”⁽¹⁰⁾.

A nuestro entender, el punto de inflexión respecto a la permisibilidad o no de que el tenedor del título cambiario reclame judicialmente el cumplimiento de la deuda incorporada a un documento de estas características a través del proceso monitorio radica en la naturaleza de la acción que pretenda ejercitar el acreedor.

La letra de cambio, el cheque y el pagaré se configuran como documentos esencialmente formalistas, como consecuencia de que la LCCH exige a efectos de atribuirles naturaleza cambiaria la concurrencia en ellos de una serie de requisitos formales. De cumplirse tal exigencia, estos títulos se convierten en documentos cambiarios, adquiriendo en consecuencia unas peculiaridades y especialidades específicas inherentes a su naturaleza cambiaria. La primera de estas especialidades radica en que al tenedor del documento se le concede una específica acción surgida directamente del documento⁽¹¹⁾, como es la acción cambiaria, a efectos de reclamar judicialmente el crédito incorporado a éste.

Asimismo, estas especialidades, propias de estos títulos, condicionan e inciden directamente tanto en la acción que ostenta el tenedor del documento, esto es, la acción cambiaria⁽¹²⁾, como en la tramitación del proceso a través del cual el acreedor pretende ejercitar tal acción, como pone manifiesto GÓMEZ DE LIAÑO al afirmar que “(...) las características de la letra de cambio necesariamente se transmiten al proceso que encauza la reclamación del crédito que

⁽⁹⁾ ROBLES GARZÓN, J.A., en AA.VV., *Comentarios prácticos a la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, 1.ª ed., Trivium, Madrid, 2000, p. 741.

⁽¹⁰⁾ BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, La Ley, Madrid, 2000, p. 25.

⁽¹¹⁾ SAP de Tarragona, Sección 1.ª, de 22 de diciembre de 1997, *La Ley*, 1998, p. 6788.

⁽¹²⁾ El hecho de que las especialidades de los títulos cambiarios quedan reflejadas en la acción cambiaria es puesto de manifiesto por SOTO VÁZQUEZ al afirmar que “evidentemente la conclusión del pacto cambiario va a dar lugar al nacimiento de una nueva posible acción que en su ejercicio, formulación, e incluso excepciones oponibles frente a la misma, quedará sometida a las normas específicas reguladoras del título en el que se plasma ese mismo pacto (más frecuentemente, hoy en día, la letra o el pagaré, y menos frecuentemente el cheque)” (SOTO VÁZQUEZ, R., en AA.VV., *Manual de oposición*, 2.ª ed., Comares, Granada, p. 18).

comprende (...)”⁽¹³⁾. El hecho de que, en materia cambiaria, el proceso a través del cual se pretende la realización del crédito cambiario se encuentra condicionado por tales especialidades queda también patente en palabras de VEGAS TORRES, al establecer que “aquí (en el proceso cambiario) la tutela jurisdiccional requiere especialidades estrechamente relacionadas con las peculiares características de la regulación sustantiva de una determinada materia (...)”⁽¹⁴⁾.

La consecuencia inmediata que deriva de estas especialidades radica en el hecho de que debe existir una perfecta correlación entre la naturaleza de la acción cambiaria y las características del proceso en que se incoa tal acción⁽¹⁵⁾. En función de ello, no todos los procesos constituyen un cauce reglado idóneo a efectos de tramitar tal acción, y de ello es consciente la propia LCCH, precisando al respecto en su art. 49, con la nueva redacción que le concede la disposición adicional décima de la Ley 1/2000, las vías procesales en que puede encauzarse tal acción. Así, esta norma afirma que la acción cambiaria puede ser ejercitada *tanto en la vía ordinaria como a través del proceso especial cambiario*. De la propia literalidad de este artículo se desprende que tanto la LCCH como la Ley Procesal no regulan la posibilidad del ejercicio de la acción cambiaria a través de los cauces del proceso monitorio, conclusión a la que llegamos en base a los tres siguientes motivos:

En primer lugar, la nueva redacción del art. 49 de la Ley cambial concede al tenedor la posibilidad de ejercitar la acción cambiaria a través de la vía ordinaria. Por vía ordinaria debemos entender que la acción cambiaria puede

(13) GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 984.

(14) VEGAS TORRES, J., en AA.VV., *Derecho Procesal Civil: Ejecución forzosa, procesos especiales*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2000, p. 454.

(15) El legislador es consciente de tal realidad y por ello, entre otros motivos, no sólo mantiene, sino que potencia en la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil la regulación del proceso cambiario, al concederle autonomía propia. De lo contrario, esto es, de suprimir este proceso, postura abogada por determinados autores, quedaría vacía de contenido la denominada acción cambiaria, y en consecuencia provocaríamos la muerte de la letra de cambio, del cheque y del pagaré, incidiendo de forma indirecta en una disminución de la protección jurídica del acreedor cambiario, al quedar privado de las ventajas y beneficios que le comportan el ejercicio de tal acción.

En función de lo expuesto hasta el momento, no podemos estar de acuerdo con CORREA DELCASSO, el cual se pregunta el porqué de la regulación en la Ley 1/2000 del proceso cambiario ante la instauración del monitorio (CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva ley...*, ob. cit., p. 55). A nuestro entender, este “porqué” radica tanto en las especialidades propias de la acción cambiaria como en la necesidad de regular un proceso que se acomode a tales especialidades, que repercuta en una mayor protección del crédito y del acreedor cambiario.

ejercitarse a través de cualquiera de los procesos ordinarios regulados por la Ley Procesal, esto es, bien el verbal, bien el ordinario, en función de la cuantía, pero en ningún caso podríamos englobar dentro de la expresión vía ordinaria al proceso monitorio, el cual es configurado de forma expresa por la Ley 1/2000 como un proceso especial⁽¹⁶⁾. Por tanto, de permitirse a través de la expresión vía ordinaria que se ejercitase la acción cambiaria por el proceso monitorio estaríamos desnaturalizando este proceso.

En segundo lugar, porque cuando la Ley Procesal y la Ley Cambial otorgan al tenedor la posibilidad de ejercitar la acción cambiaria a través de un proceso especial, de forma expresa determinan cuál es el proceso especial a través del cual puede ejercitarse la acción cambiaria, y en este sentido el art. 49 de la LCCH en su nueva redacción establece que la acción cambiaria podrá ser ejercitada a través del *proceso especial cambiario*⁽¹⁷⁾, sin realizar mención alguna respecto del proceso monitorio respecto del cual se omite su alusión; y

En tercer lugar, es necesario partir del hecho de que la propia Exposición de Motivos de la Ley 1/2000 declara que, en materia cambiaria, la Ley Procesal es instrumental de la Ley cambiaria y del cheque, y por tanto el Código Procesal en esta materia habrá de respetar lo establecido por la Ley sustantiva. En función de ello, si el art. 49 de la LCCH establece de forma imperativa que la acción cambiaria *sólo se podrá ejercitar a través de la vía ordinaria o del proceso especial cambiario*, no podemos afirmar que también puede incoarse la misma a través del proceso monitorio, y más cuando la nueva redacción de esta regla es concedida por la disposición final décima de la ley 1/2000, por lo que si la intención del legislador procesal hubiese consistido en poder permitir el ejercicio de la acción cambiaria a través del monitorio, tal hipótesis debería haber sido incluida en la nueva redacción del artículo en cuestión. De esta forma, una interpretación contraria a lo expuesto, en el sentido de permitir al tenedor de la letra de cambio, cheque y pagaré la reclamación del crédito incorporado a uno de estos documentos en el proceso monitorio ejercitando la acción

(16) En este sentido vid. Exposición de Motivos de la Ley 1/2000, de 7 de enero. La especialidad del proceso monitorio es también puesta de relieve por CORREA DELCASSO al definirlo como “un proceso especial, porque especial es su estructura procedimental con respecto al proceso declarativo ordinario tipo (...)” (CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio...*, ob. cit., p. 33).

(17) De esta forma, el proceso especial destinado al conocimiento de las acciones cambiarias es el juicio cambiario, tal y como pone de manifiesto MOXICA al afirmar que “(...) el juicio cambiario es el procedimiento adecuado para el ejercicio de las acciones cambiarias basadas en la abstracción del título y por ello con excepciones limitadas (...)” (*El pagaré y el nuevo juicio cambiario*, Aranzadi, Pamplona, 2000, p. 324).

cambiaría, supondría dejar vacío de contenido el art. 49 de la Ley cambiaria y contravenir lo expuesto en la propia Exposición de Motivos de la Ley Procesal.

En virtud, de lo expuesto hasta el momento podemos afirmar que la reclamación del crédito incorporado a la letra de cambio, cheque o pagaré a través de la acción cambiaria únicamente podrá realizarse a través de la vía ordinaria, entendiéndose esta como el proceso declarativo que corresponda en función de la cuantía, o mediante el proceso especial cambiario⁽¹⁸⁾, pero no a través de los cauces del monitorio, debiendo aquellos procesos respetar en su tramitación las especialidades de estos títulos, y por ello en los mismos existirá una limitación de los motivos de oposición, una reducción de la *cognitio* judicial a la relación cambiaria, eficacia de cosa juzgada parcial...

No obstante, si bien afirmamos que la acción cambiaria no podrá ser incoada en un proceso monitorio, ello no significa que el tenedor de la letra de cambio, cheque o pagaré no pueda solicitar, en caso alguno, la tutela judicial del crédito incorporado a uno de estos documentos a través del proceso monitorio. Es decir, en función de la específica acción que ejercite el acreedor podrá o no incoar un proceso monitorio. Así, si el tenedor opta por ejercitar la acción cambiaria derivada de uno de estos títulos no podrá acudir al monitorio, por no existir una perfecta correlación entre las características propias de esta acción y el proceso⁽¹⁹⁾; por contra, si el acreedor decide ejercitar una acción declarativa de condena, adquiriendo en este caso la letra de cambio, cheque y pagaré el valor de un documento probatorio del crédito que incorporan, sí podrá reclamar la realización del crédito incorporado a la letra de cambio, cheque o pagaré a través de la tramitación del juicio monitorio. Tal circunstancia tendrá lugar, bien en el supuesto que el acreedor renuncie de forma voluntaria al ejercicio de

(18) En términos similares se expresa BONET NAVARRO al afirmar que “en la actualidad las posibles vías (para hacer valer la acción cambiaria) podrán ser: 1.ª) la del proceso monitorio cambiario para la acción cambiaria; 2.ª) la declarativa ordinaria para la misma acción cambiaria” (BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, ob. cit., p. 25).

(19) De esta forma, si el proceso cambiario se configura como el proceso idóneo para el ejercicio de la acción cambiaria, por existir una perfecta correlación entre proceso y acción, y así se expresa LORCA NAVARRETE al calificar “el juicio cambiario (...) como el cauce reglado idóneo para la realización del crédito dinerario incorporado a los títulos cambiarios” (LORCA NAVARRETE, A.M., *Tratado de Derecho Procesal Civil*, Parte general, *El nuevo proceso civil*, Dykinson, Madrid, 2000, p. 204); es necesario tener en cuenta que el juicio monitorio presenta evidentes disimilitudes respecto a este, tal y como pone de manifiesto CORTÉS DOMÍNGUEZ al afirmar que el proceso monitorio “(...) tiene muchas diferencias con el juicio ejecutivo y con el juicio ejecutivo cambiario” (CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., *La nueva ley de Enjuiciamiento Civil*, tomo V, Tecnos, Madrid, 2000, p. 53). Y son estas diferencias las que en definitiva imposibilitan que se ejercite la acción cambiaria a través de esta vía procesal.

la acción cambiaria, lo que implícitamente supone renunciar a la limitación de los motivos de oposición, a la reducción de la *cognitio* judicial..., a nuestro entender la presentación del escrito inicial del proceso monitorio junto con el cual se acompañe la letra de cambio, cheque o pagaré debe entenderse como renuncia implícita a la acción cambiaria, o bien para el supuesto de que en la letra de cambio, cheque o pagaré no concurra alguno de los requisitos que la LCCH exige a efectos de atribuirles naturaleza cambiaria, pues el art. 819 de la Ley Procesal de forma imperativa establece que sólo procederá el juicio cambiario si, al incoarlo, se presenta letra de cambio, cheque o pagaré que reúna los requisitos previstos en la Ley cambiaria y del cheque; en consecuencia, de no poseer naturaleza cambiaria el documento en cuestión, el acreedor no podrá ejercitar la acción de tales características en el proceso cambiario⁽²⁰⁾. Postura que mantiene GÓMEZ DE LIAÑO al manifestar que “cuando no se reúnen tales requisitos, pueden servir de base documental probatoria del crédito, para acceder al monitorio, y por supuesto al ordinario que corresponda según la cuantía”⁽²¹⁾. De forma similar MOXICA, después de establecer que las acciones puramente cambiarias se ejercitarán en el proceso declarativo que corresponda según la cuantía o por medio del proceso cambiario, manifiesta que “al tenedor del título, a este procedimiento (el monitorio) le interesará, normalmente, acudir cuando el título cambiario adolezca de algún defecto formal (...)”⁽²²⁾.

El hecho de que el acreedor renuncie de forma voluntaria al ejercicio de la acción cambiaria, o se vea imposibilitado en cuanto a su incoación por no reunir el documento los requisitos exigidos para adquirir esta peculiar naturaleza, implica que desaparecen en su reclamación judicial las peculiaridades inherentes a tal acción, esto es, la limitación de los motivos de defensa, la limitación de la *cognitio* judicial aun en el supuesto de haberse formulado oposición..., especialidades que por ser contrarias a la naturaleza del proceso monitorio imposibilitaban su utilización. Desaparecidas, o prescindiendo el actor de ellas, no debe existir problema alguno para que el acreedor acuda al auxilio judicial a través de la vía procesal del juicio monitorio.

(20) La realidad de que la reclamación del crédito incorporado a la letra de cambio, cheque o pagaré que no adquieran naturaleza cambiaria no podrá ser efectuada en un proceso cambiario queda reflejada en palabras de BONET NAVARRO al afirmar que “(...) el cumplimiento de las formas previstas en la norma sustantiva es presupuesto para que exista letra de cambio, pagaré y cheque, es decir, para que nazca tanto el derecho cambiario como la posibilidad de iniciar proceso monitorio cambiario” [BONET NAVARRO, J., en AA.VV., *Derecho procesal...*, ob. cit., p. 699].

(21) GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 985.

(22) MOXICA, J., *El pagaré y el nuevo juicio...*, ob. cit., pp. 326 y 327.

No obstante, el tenedor del documento no podrá de forma arbitraria incoar el proceso monitorio; así, al ser este un proceso especial su utilización se encuentra condicionada a la concurrencia en el objeto del proceso de una serie de requisitos de los que se hace depender que al acreedor se le conceda la tutela judicial requerida a través de los cauces de este proceso. Partiendo de la premisa de que la doctrina procesal califica a este proceso como el adecuado para la reclamación de deudas pecuniarias, vencidas, exigibles e incorporadas a un documento, debemos examinar si la pretensión del deudor cumple tales exigencias.

Constituye el requisito básico del proceso monitorio que la deuda se encuentre documentada, sin embargo el art. 812 de la Ley Procesal no establece un listado detallado y cerrado de los concretos documentos que pueden servir de fundamento al proceso monitorio, tal y como pone de manifiesto CORREA DELCASSO al afirmar que el “amplísimo elenco de documentos que (según el art. 812 de la Ley Procesal) pueden aportarse junto al escrito de petición inicial (...) no ha de interpretarse en ningún momento a modo de *numerus clausus*” (23). Por tanto, la siguiente cuestión que se nos plantea radica en determinar si dentro de las fórmulas amplias que regula la norma citada pueden englobarse los títulos cambiarios. A nuestro entender, tanto la letra de cambio como el cheque y el pagaré podrían, sin necesidad de realizar grandes esfuerzos interpretativos, incluirse dentro del conjunto de documentos aptos para la incoación del proceso monitorio, al poder ser comprendidos tanto por la declaración contenida en el punto primero como en el segundo del apartado primero del art. 821 del Código Procesal (24).

Sin embargo, la realidad de que la deuda se encuentre documentada no constituye causa suficiente para que en base a la letra de cambio, el cheque y el pagaré se inicie tal novedoso procedimiento. Es, asimismo, requisito imperativo que esta deuda sea dineraria, vencida y exigible (25), características todas ellas que deben concurrir en la deuda contenida en la letra de cambio, cheque y pagaré, para ser reclamada judicialmente. Finalmente, se establece en el articulado que la Ley Procesal dedica a este proceso un límite cuantitativo, esto es, se exige que la deuda no supere la cantidad de treinta mil euros, por tanto si bien

(23) CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva Ley...*, ob. cit., p. 53.

(24) En este sentido, RAMOS MÉNDEZ afirma que los documentos cambiarios “tienen cabida entre los soportes que pueden dar lugar al juicio monitorio” (RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 730).

(25) Para un estudio más exhaustivo respecto de las características sustantivas de la deuda monitoria vid. LORCA NAVARRETE, A.M.^a, *El proceso monitorio...*, ob. cit., pp. 137 y ss.

puede el tenedor de una letra de cambio, cheque y pagaré reclamar en el proceso monitorio el importe de la deuda consignada en uno de estos documentos, tal posibilidad decae para los supuestos en que la cuantía de la deuda ascienda a una suma mayor de treinta mil euros, en cuyo caso la deuda no podrá ser reclamada en este proceso.

Cuestión distinta a si el acreedor puede utilizar el proceso monitorio es plantearse el interrogante de si el deudor puede formular oposición en base a la excepción procesal de inadecuación de procedimiento. A nuestro entender tal excepción no debería prosperar por los siguientes motivos:

Como anteriormente hemos puesto de manifiesto, el tenedor del título únicamente para el supuesto de que quiera ejercitar la acción cambiaria, derivada de la letra de cambio, cheque o pagaré, deberá por imperativo legal (art. 49 LCCH) acudir bien al proceso cambiario, a fin de ejercitar la acción cambiaria ejecutiva; o bien al ordinario correspondiente en función de la cuantía para el ejercicio de la acción cambiaria declarativa.

En caso contrario, esto es, para los supuestos en los que el acreedor voluntariamente prescinda del ejercicio de la acción cambiaria, otorgando al título en cuestión un carácter documental probatorio del crédito y por tanto de la pretensión solicitada, o el título no reúna los requisitos exigidos por la Ley para concederle naturaleza cambiaria o carácter ejecutivo, el tenedor libremente podrá acudir al proceso monitorio en base al documento en el cual se incorpora una deuda o bien al proceso declarativo a efectos de poder reclamar judicialmente el cumplimiento de la obligación contraída por el deudor frente a su persona ⁽²⁶⁾.

Asimismo, el hecho de que al tenedor de una letra de cambio, cheque o pagaré se le conceda la posibilidad de incoar un proceso monitorio no debe ser objeto de crítica en el sentido de afirmar que existe una pluralidad de procedi-

(26) En este sentido, de forma analógica serían aplicables a esta problemática las argumentaciones que realiza ROBLES GARZÓN respecto de la posible alegación de inadecuación de procedimiento en el proceso monitorio. Así, este autor manifiesta que “este proceso (el monitorio) no es exclusivo para tramitar por él las pretensiones que se puedan encuadrar dentro de los límites de sus presupuestos ni tampoco es excluyente del proceso declarativo ordinario que correspondiese por la cuantía. El deudor nunca podrá alegar con éxito la inadecuación de procedimiento, ya que el acreedor no tiene una obligación, sino una alternativa para elegir el proceso: elegirá el proceso que le interese de los dos que tiene a su disposición” (*Comentarios prácticos a la nueva Ley...*, ob. cit., p. 729).

mientos en los que el acreedor puede hacer valer su crédito ⁽²⁷⁾, pues en función de la tesis anteriormente descrita el tenedor tiene la libertad de decidir en que proceso tramitar su reclamación ⁽²⁸⁾. A mayor abundamiento, esta posibilidad de reclamar la tutela judicial en diferentes procesos no es una característica específica del acreedor cambiario, sino que la ostentarán la totalidad de acreedores que pueden acceder al proceso monitorio, tal y como queda patente en palabras de GARBERÍ, quien aboga incluso por la posibilidad de que para el supuesto en que se dicte auto de inadmisión de la petición monitoria se “dejará a la libre voluntad del acreedor el dirigirse o no a un proceso declarativo posterior” ⁽²⁹⁾.

II. VENTAJAS DEL ACREEDOR RESPECTO DE LA UTILIZACIÓN DE LOS DIFERENTES PROCESOS ESPECIALES PARA LA RECLAMACIÓN DEL CRÉDITO CAMBIARIO

Admitida la posibilidad de que el tenedor de una letra de cambio, cheque o pagaré pueda acudir al proceso monitorio o al cambiario a efectos de reclamar el pago de la deuda incorporada a uno de estos documentos, no existe entre la doctrina procesal un criterio unánime respecto de cuál de estas dos vías procesales resulta más ventajosa en cuanto a la protección judicial del acreedor. De esta forma, CORREA DELCASSO manifiesta que “(...) la solución más ventajosa para el justiciable pasa por acudir directamente al proceso monitorio prescindiendo totalmente del juicio cambiario (salvo para aquellas deudas documentadas en letras de cambio, cheques o pagarés de cuantía superior a treinta

⁽²⁷⁾ En este sentido, BONET NAVARRO, partiendo del hecho de que el acreedor cambiario puede accionar contra el deudor a través de un proceso cambiario o a través de un declarativo ejercitando la acción cambiaria o la causal, afirma: “¿Por qué, por la simple voluntad del demandante, los posibles deudores de un mismo título cambiario podrán verse sometidos a un régimen procesal distinto? Una cosa es que el legislador entienda que, dadas determinadas necesidades, algunos créditos merezcan una protección más eficaz, y otra muy distinta es que deudores por un mismo título puedan merecer un trato desigual por el mero capricho del mismo acreedor” (BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, ob. cit., p. 34).

⁽²⁸⁾ Así, autores como SERRA no ve problema alguno en que el tenedor del título pueda acudir a varios procesos a reclamar su crédito. Afirma este autor que “hubiera sido mucho más sencillo mantener como título ejecutivo en el art. 517 la Letra de cambio, que en la práctica constituía el título ejecutivo por excelencia, sin perjuicio de que el tenedor pudiera optar por acudir bien al proceso declarativo, bien al proceso monitorio” (SERRA DOMÍNGUEZ, M., *El juicio cambiario*, ob. cit., p. 65).

⁽²⁹⁾ GARBERÍ LLOBREGAT, J., “Los procesos cambiario y monitorio...”, ob. cit., p. 724.

mil euros) (...)”⁽³⁰⁾. En contra, ORTEGA manifiesta que “el juicio cambiario, va a suponer (...) una protección para el acreedor que, aunque no tan privilegiada como la que otorga el proceso de ejecución a los títulos extrajudiciales, es mucho más ventajosa que la de un proceso declarativo o la del ya visto proceso monitorio” y sigue manifestando este autor que “la protección del crédito y del acreedor en el juicio cambiario es mayor que en el monitorio”⁽³¹⁾.

En función de tal disparidad de criterios, que a mero ejemplo ilustrativo hemos expuestos a continuación analizaremos las ventajas que conlleva, respecto de la figura del acreedor cambiario, solicitar la tutela judicial a través de uno u otro procedimiento.

1. Ventajas de la utilización por parte del acreedor cambiario del proceso monitorio

La principal ventaja que presenta el proceso monitorio *versus* el juicio cambiario radica en la eficacia de cosa juzgada plena de la sentencia dictada en él mismo⁽³²⁾, frente a la cosa juzgada parcial que proclama el art. 827 de la Ley Procesal respecto del juicio cambiario. Tal privilegio es puesto de manifiesto por SERRA DOMÍNGUEZ al afirmar que “la limitación de los efectos de cosa juzgada a las cuestiones que pudieron ser alegadas y discutidas en el juicio cambiario, pudiéndose plantear una demanda declarativa ulterior respecto de las restantes, implica una clara discriminación respecto del proceso monitorio”⁽³³⁾.

(30) CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva...*, ob. cit., p. 56.

(31) ORTEGA, V., “La protección especial del crédito en el Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil: el proceso monitorio y el juicio cambiario”, en *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 1, 1998, p. 629 y 631.

(32) La ventaja que representa la cosa juzgada del proceso monitorio frente a la cosa juzgada parcial del cambiario es puesta de manifiesto por CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio en la nueva Ley...*, ob. cit., p. 56 e idem: *El juicio cambiario en el proyecto...*, ob. cit., p. 4, y RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 730.

(33) SERRA DOMÍNGUEZ, M., *El juicio cambiario*, ob. cit., pp. 65 y 66.

Es preciso, no obstante, indicar que la ventaja que para determinados autores constituye, respecto del proceso cambiario, el hecho de que la sentencia del proceso monitorio produzca eficacia de cosa juzgada plena, es paliada o cuanto menos reducida como consecuencia de la nueva redacción que se concede al artículo regulador de la eficacia de cosa juzgada de la sentencia dictada en el proceso cambiario.

El art. 827 de la nueva Ley Procesal recoge la doctrina del Tribunal Supremo respecto a la eficacia de cosa juzgada de la sentencia dictada en el juicio ejecutivo regulado en la LEC de

La segunda de las ventajas radica en el hecho de que no es necesario, en función del art. 814.2 de la Ley Procesal, para la presentación de la petición inicial del procedimiento monitorio la intervención de abogado y procurador⁽³⁴⁾, como consecuencia de estar incluida la fase inicial de éste en las excep-

1881, en la que afirmaba que “el art. 1479 LEC ha sido matizado por la Jurisprudencia excluyendo un sentido absoluto del mismo según el cual todas las excepciones que pueden ser tratadas en el ejecutivo podrían reproducirse en el ordinario. Fundándose tal doctrina en que el juicio ordinario subsiguiente no tiene por objeto el resolver acerca de la pertinencia del ejecutivo, niega que puedan replantearse en aquel las cuestiones que ya pudieron ser discutidas en este” (STS de 1 de julio de 1988, RJ 1988/5551). Así, el art. 827 de la Ley 1/2000 establece que “la sentencia firme dictada en juicio cambiario producirá efectos de cosa juzgada, respecto de las cuestiones que pudieron ser en él alegadas y discutidas, pudiéndose plantear las cuestiones restantes en el juicio correspondiente”.

Como decíamos, la ventaja que presentaba la utilización del proceso monitorio, en función de la cosa juzgada que producía su sentencia, queda paliada por la nueva regulación que la Ley 1/2000 concede a la sentencia dictada en el proceso cambiario, pues en determinados casos, esto es, respecto de las materias que pueden ser discutidas en el seno de juicio cambiario, la sentencia produce por imperativo legal cosa juzgada, sin que puedan por tanto ser discutidas estas materias en un juicio declarativo posterior.

Evidentemente, se podrá decir que la eficacia de cosa juzgada no alcanza a la totalidad de la relación jurídica existente entre deudor y acreedor, y que por tanto respecto de los extremos que no queden englobados dentro de la cosa juzgada podrá incoarse un proceso declarativo posterior. Es cierto que tal posibilidad existe, sin embargo el hecho de que el deudor haga uso real de ella consideramos que en todo caso se encontrará estrechamente correlacionada con el hecho de que la resolución judicial que dicte el juez en el proceso cambiario sea o no acertada, pudiéndose extenderse al proceso cambiario las afirmaciones que realiza GÓMEZ MARTÍNEZ. En este sentido, este autor, respecto de la posibilidad de que una vez recaída sentencia en un proceso sumario pueda incoarse un proceso declarativo posterior, afirma: “(...) que no se promueva juicio declarativo posterior sobre el fondo (...) está directamente relacionado con que el juez acierte en su resolución (...)”, y sigue manifestando “(...) muy probablemente ese juicio posterior no existirá, sobre todo si la solución provisional que damos en el juicio sumario es acertada” (GÓMEZ MARTÍNEZ, C., “El juicio monitorio en la nueva LEC, un cambio cultural”, en *Jueces para la democracia*, n.º 38, julio, 2000, p. 68).

⁽³⁴⁾ Al respecto vid. CORREA DELCASSO, J.P., “El juicio cambiario en el proyecto...”, ob. cit., p. 5. Sin embargo, es preciso matizar que si bien las directrices teóricas proclaman la no preceptividad en el proceso monitorio de abogado y procurador, es más que probable que la realidad práctica de nuestros Tribunales se aparte de tal declaración de intenciones, compareciendo el acreedor en este proceso con su correspondiente defensa y postulación procesal. Afirmación que realizamos, en base al temor que para la gran mayoría de justiciables supone la necesidad de acudir a la solución de controversias ante los órganos de la Administración de Justicia del Estado, confiando, por ello, su defensa y representación a los profesionales correspondientes.

Esta postura es asimismo sostenida por CORREA DELCASSO, quien afirma que “el carácter no preceptivo de la asistencia letrada para la mera interposición de la petición monitoria

ciones reguladas en el art. 23 de la Ley Procesal respecto de la figura del procurador y en el art. 31 del mismo cuerpo legal en relación con el abogado, a diferencia de lo que acontece en el proceso cambiario, en el que será necesaria la intervención de ambos profesionales ⁽³⁵⁾. No obstante, es preciso recalcar que este privilegio inicial deja de ser efectivo para el supuesto en que el demandado formule oposición. En estos casos, la intervención de abogado y procurador se acomodará a las reglas generales, esto es, será necesaria la defensa y postulación procesal cuando la cuantía del litigio ascienda a una suma superior a 901 euros.

2. Ventajas de la utilización por parte del acreedor cambiario del proceso cambiario

Una vez expuestas las ventajas que conlleva para el acreedor cambiario la utilización del proceso monitorio, a continuación analizaremos las ventajas que por su parte derivan de la incoación del proceso cambiario a efectos de reclamar la deuda contenida en la letra de cambio, cheque o pagaré.

A) Límite cuantitativo inexistente

A diferencia de lo que acontece respecto del proceso monitorio, en la regulación que la Ley 1/2000 concede al nuevo proceso de ejecución de títulos cambiarios no se establece límite alguno en cuanto al importe del crédito a

(que no para todo el proceso monitorio) ha causado mayor alarma social de la que verdaderamente merecía, por cuanto que entendemos también que el uso del proceso monitorio revertirá forzosamente a favor y no en contra de los abogados por el mayor incremento que conllevará de la litigiosidad, factor este al que se une, por si fuera poco, otro mucho más positivo, cual es el que se deriva de la constatación contenida en el Libro Blanco de la Justicia de que, la mayoría de veces, las partes acuden casi siempre al abogado, que a su vez acude casi siempre también al procurador” (CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio...*, ob. cit., p. 37). Por su parte, GARBERÍ LLOBREGAT manifiesta que “el hecho de que se vaya al monitorio sin abogado y procurador es una falacia, ningún acreedor lo realizará solo” (conferencia impartida en Tarragona el día 11 de diciembre de 2000).

Esta misma opinión se desprende de palabras de RAMOS MÉNDEZ. Al respecto vid. *Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 737.

(35) No obstante, existen voces discrepantes, respecto de esta afirmación, en el sentido de matizar que no siempre será necesaria en el proceso cambiario la intervención de abogado y procurador. Así, BONET NAVARRO afirma que “(...) puede afirmarse con toda seguridad que por importes inferiores a 150.000 pts. (hoy 901 euros) no será preceptiva (...) porque la norma especial ni la general prevén la preceptividad en ningún caso (31.1 LEC)” (BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, ob. cit., p. 36).

reclamar. La no regulación de tal presupuesto cuantitativo constituye una clara ventaja del proceso cambiario en relación con el monitorio. De esta forma, el tenedor del título ostentará la posibilidad de incoar un proceso cambiario independientemente de la cuantía de la deuda incorporada a la letra de cambio, el cheque y el pagaré, siempre y cuando reúnan los requisitos legales exigidos a tal efecto, mientras que la posibilidad de acudir al proceso monitorio solo será efectiva para la hipótesis de que la deuda cambiaria no supere la cuantía de treinta mil euros, quedando así restringidas las posibilidades del acreedor de solicitar el auxilio judicial a través de los cauces de este proceso.

Asimismo, como consecuencia de tal límite cuantitativo puede plantearse en el proceso monitorio la problemática de que en él solamente se admita la discusión de una parte de la deuda contenida en el documento a efectos de no sobrepasar el límite anteriormente referenciado. Ante tal situación la doctrina procesal considera que puede existir el riesgo de que se formulen dos procesos paralelos (uno por la cantidad admitida y otra por el exceso) ⁽³⁶⁾. Esta problemática es solucionada por CORREA DELCASSO afirmando que “no sería aconsejable permitir esta situación y debería acudirse al ordinario correspondiente” ⁽³⁷⁾, prescindiendo de la utilización del monitorio. No obstante, es preciso indicar que este mismo inconveniente puede plantearse respecto del tenedor de una letra de cambio, cheque o pagaré que decida acudir a un proceso monitorio a efectos de reclamar una deuda cuyo importe exceda de treinta mil euros; en estos casos, ante el hecho de que en el proceso monitorio solo de admitiría la tramitación de una parte de la deuda, siguiendo las tesis de CORREA DELCASSO sería aconsejable solicitar la tutela judicial a través de un declarativo ordinario. Tal circunstancia conlleva una evidente disminución de la protección de la figura del acreedor y de la pretendida celeridad en cuanto al cobro de la deuda como consecuencia de que la tramitación de la reclamación se vería abocada a la lentitud de las fases del proceso declarativo. Evidentemente, tal perjuicio respecto del acreedor no tendría lugar de haberse incoado un proceso cambiario por no existir límite cuantitativo alguno.

Antes de proseguir, es necesario recalcar que determinados autores exigen en el objeto del proceso monitorio unas mayores exigencias, que de considerarse aplicables al proceso monitorio, limitarían los supuestos en los que el tenedor de un título cambiario podría acudir a solicitar la tutela judicial a través de él, y por ende supondría una clara ventaja del proceso cambiario respecto del monitorio. Así, CORTÉS DOMÍNGUEZ considera que “no cabe (el proceso monitorio) por deudas extranjeras o por deudas ilíquidas pero liquidables de acuerdo

⁽³⁶⁾ ROCA, J., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento Civil*, Forum, Oviedo, 2000, p. 980.

⁽³⁷⁾ CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio...*, ob. cit., p. 40.

con los procedimientos regulados para el juicio ejecutivo”⁽³⁸⁾. Si tal criterio resultase aplicable al proceso monitorio, el tenedor de una letra de cambio, cheque o pagaré tendría otra limitación respecto a la posibilidad de incoarlo, porque es perfectamente posible y válido tanto que la deuda consignada en el documento cambiario conste en moneda extranjera, o incluso en euros, como que esta pueda ser ilíquida, siempre y cuando sea liquidable mediante simples operaciones aritméticas, sin que ninguna de estas dos circunstancias impidan la utilización del proceso cambiario.

B) Práctica inmediata del embargo

Establece el apartado segundo del art. 821 LEC que el Juez, una vez examinada la corrección formal del título cambiario, si entendiéndose que es conforme dictará de oficio auto requiriendo de pago al deudor y ordenando el inmediato embargo de los bienes de este por la cantidad que figure en el título ejecutivo. Por tanto, en el proceso cambiario de forma inmediata se procede a la traba de los bienes del deudor, garantizándose, en base a tal actuación conmitiva sobre el patrimonio del deudor, la efectividad de la ejecución para el supuesto de que el deudor no formule oposición a la demanda cambiaria. Por contra, en el proceso monitorio no acordará el juez la práctica de tal medida, procediéndose, en su caso, únicamente a requerir de pago al deudor, sin que se regule la realización del embargo para el supuesto de que el deudor desatienda tal apercibimiento⁽³⁹⁾.

(38) CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., *La nueva Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 56. Respecto de la iliquidez de la deuda, justifica este autor la imposibilidad de acudir al proceso monitorio, al afirmar que “negar al acceso al proceso monitorio de deudas que necesitan por la razón que sea, cualquier operación de liquidación o de determinación de la cantidad tiene sentido en cuanto lo contrario sería tanto como complicar los trámites de un procedimiento que se ha pensado que sólo es útil desde la más exagerada simplicidad” (CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., *La nueva Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 56).

(39) En este sentido, CORREA DELCASSO pretende paliar esta ventaja del proceso cambiario respecto del monitorio solicitando una aplicación analógica a este último de las normas que regulan el primero. Así, este autor establece que “(...) aunque las disposiciones que regulan el juicio cambiario sean las únicas en prever explícitamente la posibilidad de solicitar un embargo preventivo sobre los bienes del deudor una vez dictado por el juez el requerimiento de pago correspondiente (...), no existe ningún impedimento técnico que impida solicitar esta medida cautelar en el proceso monitorio (más bien todo lo contrario, aunque sólo sea por analogía, dada la íntima similitud que presentan ambos juicios) (...)” (*El proceso monitorio en la nueva ley...*, ob. cit., p. 57).

No obstante, y prescindiendo en este punto de la diferente naturaleza de ambos procesos, que desde nuestro punto de vista sería motivo suficiente para denegar la aplicación analógica al proceso monitorio de las normas relativas al embargo practicado en el cambiario, consideramos

En este punto, las ventajas del acreedor que opta por la utilización de la vía procesal del juicio cambiario son manifiestas⁽⁴⁰⁾; de esta forma, con la práctica de la primera y principal actividad de la ejecución, como es el embargo, el

que al no estar regulada de forma específica la práctica del embargo en el proceso monitorio, como de forma expresa pone de manifiesto el propio CORREA, su solicitud, en todo caso, debería acomodarse a las reglas que regula la Ley Procesal respecto de la solicitud de las medidas cautelares, tal y como pone de manifiesto GÓMEZ MARTÍNEZ al afirmar que “aunque la ley no lo diga expresamente (...) junto a la petición iniciadora de monitorio, puede solicitarse el embargo preventivo que se registrará, puesto que el acreedor no ostenta título alguno dotado de especial fuerza probatoria, por las normas generales reguladoras de esta medida cautelar” (ob. cit., p. 70).

Asimismo, la hipótesis de que el embargo que pudiera practicarse en el juicio monitorio debería realizarse en base a las normas de las medidas cautelares era la tesis mantenida tanto por el Consejo General del Poder judicial, en el Informe que realizó respecto del ALEC —en el que se afirmaba que “como en otros procedimientos especiales, tampoco aquí se incluye previsión expresa sobre medidas cautelares, por lo que convendría hacer al menos una remisión genérica al Título VI del libro III” (*Reforma del proceso civil*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1998, p. 312)—, como el propio legislador procesal, el cual en el Borrador del Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil regulaba en su artículo 811 la posibilidad de solicitar en el proceso monitorio un embargo preventivo como medida cautelar, siempre a instancia de parte y previa prestación de fianza.

En este sentido, a pesar de que el demandante pueda solicitar el embargo de los bienes del deudor, a través de una medida cautelar, la traba que se practica en el proceso cambiario no dejaría de ser un evidente privilegio del que disfrutaría el acreedor en el proceso cambiario respecto del monitorio, por, entre otros, los siguientes motivos:

En primer lugar porque el embargo que se practica en el proceso cambiario es un embargo ejecutivo, mientras que el que se pudiese practicar en el proceso monitorio ostentaría la naturaleza de preventivo al ser solicitado como medida cautelar.

En segundo lugar, por el hecho de que la práctica del embargo constituye en el proceso cambiario una actuación de obligado cumplimiento por parte del juez en virtud del art. 821, siempre y cuando el título sea formalmente correcto; por lo tanto en el proceso cambiario la traba se realizará siempre de oficio por el juez, sin que sea necesaria su solicitud como petición complementaria, por parte del demandante. De forma contraria, en el proceso monitorio, al no encontrarse de forma expresa regulada su realización, constituiría condición *sine qua non* para la realización del embargo preventivo su solicitud por parte del acreedor como medida cautelar en el escrito en el que se formula petición inicial, o en un escrito independiente con anterioridad o posterioridad a la presentación del escrito que inicia el proceso monitorio.

En tercer lugar, y como consecuencia de lo anteriormente manifestado, al no ser preciso en el proceso cambiario la solicitud del embargo, como medida cautelar, el acreedor en la demanda no deberá fundamentar la necesidad de la medida; por el contrario, el acreedor que acuda al proceso monitorio al solicitar la medida cautelar deberá acreditar la necesidad de tal medida y justificar cumplidamente la concurrencia de los presupuestos legalmente exigidos para su adopción tal y como previene el art. 732.1 de la Ley Procesal, lo que implica, como establece el apartado siguiente del mismo artículo, la necesidad de aportar los documentos o medios que acrediten el cumplimiento de los presupuestos que autorizan la adopción de tales medidas cautelares.

efectivo cumplimiento de su pretensión, en caso de estimarse la demanda cambiaria, no estará supeditada al hecho de que el demandado no haya realizado determinados actos respecto de su patrimonio con manifiesta mala fe, en perjuicio del acreedor cambiario. En el proceso monitorio la situación es radicalmente contraria: al no practicarse la traba ante la indiferencia del deudor, respecto del apercibimiento, el tenedor se verá sometido al riesgo de que el deudor, consciente de la existencia de un proceso judicial contra su persona, realice actitudes fraudulentas encaminadas a la ocultación de sus bienes durante la tramitación del proceso, que imposibilitarían el cumplimiento efectivo del contenido de la resolución judicial estimatoria de la pretensión del acreedor.

C) Oposición limitada

La oposición en el proceso cambiario se encuentra limitada, por imperativo legal, pudiendo única y exclusivamente formularse en base a una de las causas reguladas en el art. 67 LCCH⁽⁴¹⁾; por el contrario en el proceso monito-

En cuarto lugar, el acreedor en el proceso cambiario no deberá prestar caución para la traba del embargo ejecutivo; por su parte el demandante en el proceso monitorio habrá de ofrecer la prestación de caución especificando de qué tipo se ofrece y con justificación del importe que se propone; cosa distinta es que el órgano jurisdiccional, atendiendo a las circunstancias concretas, no exija posteriormente la caución, pero inicialmente el demandante debe prestarla.

Y en quinto lugar, la solicitud del embargo como medida cautelar en el proceso monitorio implica que de acuerdo con el régimen jurídico de las medidas cautelares deba concederse al deudor la posibilidad de oponerse a ellas. Trámite inexistente en el proceso cambiario en el que el embargo sólo puede ser evitado pagando la cantidad reclamada en el juicio. Ya con anterioridad dejamos constancia de que no puede ser equiparado el trámite de contradicción que exige la Ley Procesal ante la solicitud de una medida cautelar y la posibilidad de solicitar el alzamiento del embargo que se regula en el proceso cambiario.

⁽⁴⁰⁾ En este sentido, GÓMEZ DE LIAÑO considera que uno de los elementos que justifican la utilidad del proceso cambiario respecto al monitorio radica en el hecho de que se practique el embargo de forma inmediata. Así, este autor manifiesta que en el proceso cambiario “el embargo preventivo se produce siempre inmediatamente, y si conocemos los efectos intimidatorios, que dicho embargo puede producir, en la práctica, y la escasa utilización del declarativo posterior, quizás pueda entenderse su utilidad” (GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento civil*, ob. cit., p. 984).

⁽⁴¹⁾ Podrá decirse que la oposición existente en el juicio cambiario es amplia como consecuencia de la posibilidad de alegar excepciones personales; sin embargo tal posibilidad sólo se da para el supuesto en que las partes en el proceso cambiario sean las mismas que intervinieron en el negocio causal subyacente, de lo contrario regirá el principio de inoponibilidad de excepciones que informa el derecho cambiario, circunstancia que tendrá lugar en la mayoría de los casos en función del carácter circulatorio de estos títulos. Mantiene esta misma línea de argumentación GÓMEZ DE LIAÑO, quien afirma que “la ‘limitación defensiva’ (del proceso cambiario) (...) constituye un gran beneficio para los acreedores cambiarios que no han intervenido en el negocio causal (...)” (GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 984).

rio la oposición es ilimitada, por lo que el demandado podrá formular cualquier excepción a efectos de enervar la petición del acreedor y zafarse así de la incómoda posición de deudor⁽⁴²⁾.

D) Mayor exigencia en cuanto al grado de fundamentación de la oposición

Otra de las diferencias existentes entre ambos procesos, que redunda en una ventaja del acreedor que inste el proceso cambiario, radica en el diferente grado de exigencia en cuanto a la fundamentación de la oposición formulada por el deudor. Según el art. 824 de la Ley 1/2000, el escrito de oposición en el proceso cambiario adoptará la forma de demanda, pero demanda que podríamos denominar de “completa” en contraposición a la denominada sucinta, pues como mayoritariamente establece la doctrina procesal deberán concurrir en ella las características del art. 399 de la Ley Procesal⁽⁴³⁾, y en consecuencia debe estar debidamente fundamentada. Por el contrario, en el proceso monitorio la oposición, en función del art. 818 del mismo cuerpo legal, no debe adoptar la forma de demanda, sino que simplemente debe consistir en un mero escrito. Fácilmente se desprende de las declaraciones contenidas en las normas reguladoras de la oposición en ambos procesos que, respecto del proceso monitorio, se produce una flexibilización en cuanto a los requisitos del escrito en el cual debe formularse la oposición.

Tal circunstancia conlleva que en el proceso monitorio no sea necesario que este escrito se encuentre debidamente fundamentado, sino que, como afir-

(42) En este sentido, CORTÉS DOMÍNGUEZ afirma que “ni que decir tiene que el deudor, sea en el trámite del juicio verbal, sea en el del proceso ordinario que sigue al proceso monitorio, no tiene ninguna limitación en orden a la oposición, pues podrá oponer tantas cuantas excepciones tenga en sus manos (...)” (*La nueva Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 62).

Por su parte, CORREA DELCASSO declara que el proceso cambiario “restringe únicamente el ámbito de la misma (cognición judicial) a las causas o motivos de oposición previstos en el art. 67 de la Ley cambiaria y del cheque, cuando en el proceso monitorio (...) esta fase es ilimitada, por cuanto que interpuesta una oposición por parte del deudor se inicia un proceso que no reviste singularidad alguna y que se sustancia por lo tanto por los cauces del juicio ordinario declarativo correspondiente” (CORREA DELCASSO, J.P., “El juicio cambiario en el Proyecto...”, ob. cit., p. 5).

(43) Al respecto vid. BONET NAVARRO, J., “Del juicio por letra de cambio, pagaré y cheque en el Anteproyecto de LEC”, en *Presente y futuro del proceso civil*, Dir. Picó i Junoy, Bosch, Barcelona, 1998, p. 469; GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 988; MONTERO AROCA, J., en AA.VV., *Derecho jurisdiccional*, tomo II, 9.ª ed., Tirant lo Blanch, p. 785; ROBLES GARZÓN, J.A., en AA.VV., *Comentarios prácticos a la nueva...*, ob. cit., p. 744, y VEGAS TORRES, J., en AA.VV., *Derecho Procesal Civil*, ob. cit., p. 472.

ma CORTÉS DOMÍNGUEZ, basta con que “el requerido manifieste de la forma más simple posible que no paga porque no debe (...) razonamiento que puede ser todo lo escueto que nos podamos imaginar”⁽⁴⁴⁾. Esta facilidad en cuanto a la oposición del deudor puede derivar en una proliferación de oposiciones por parte de deudores desaprensivos, que conviertan la oposición en un arma de demora del resultado final⁽⁴⁵⁾ en perjuicio del acreedor pues, como afirma RAMOS MÉNDEZ, ¿qué pierde el deudor, si se opone al requerimiento judicial, con la facilidad, en esencia, de simplemente manifestar su deseo de oponerse?, y sigue manifestando este autor que “no pierde nada”⁽⁴⁶⁾. En cambio, la oposición sí que conlleva importantes perjuicios para la figura del acreedor, no únicamente porque no se le abona la deuda reclamada, sino porque se ve abocado a la tramitación de un proceso ordinario para reclamar la misma deuda en el cual tendrá, a diferencia de lo que acontece en el juicio cambiario, la obligación de probar los hechos en los que se fundamenta su pretensión. En este

(44) CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., en AA.VV., *La nueva Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., pp. 55 y 62.

Del mismo modo, se pronuncia RAMOS MÉNDEZ al afirmar que “el deudor no necesita desplegar grandes esfuerzos. Basta con que alegue por escrito sucintamente (no debo nada) sus razones (...)” (RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 725).

(45) ORTEGA, V., ob. cit., p. 628.

Partiendo del hecho de que para el deudor no constituye perjuicio alguno formular oposición en el proceso monitorio, y a efectos de evitar en la medida de lo posible ésta, GARBERÍ LLOBREGAT afirma que “(...) teniendo bien presente que la total efectividad del procedimiento monitorio pasa por el hecho de que el deudor no se oponga por escrito a la realidad o exigibilidad de la deuda reclamada (...), el pre-legislador debiera establecer algún mecanismo que evitara que la oposición temeraria o manifestamente infundada del deudor en el proceso monitorio produjese los mismos efectos jurídicos o las mismas consecuencias que aquellas otras oposiciones que se hallen debidamente fundadas en el derecho objetivo con independencia de su éxito final (...) generando en su ánimo, de esta forma, un sutil efecto psicológico que le disuada de oponerse ‘porque sí’ al requerimiento de pago judicial de pago dictado en el proceso monitorio” (*Los procesos cambiario y monitorio...*, ob. cit., p. 726).

Por su parte, LORCA NAVARRETE manifiesta que “sería necesario adoptar un criterio para el proceso monitorio similar al que se regula en el artículo 732 de la LEC de 1881. Si al final las costas no se imponen al vencido de modo contundente, y a ello se une que se puede estar pleiteando, con primera y segunda instancia, en un tiempo mínimo en torno al año y medio, la técnica monitoria no sirve para nada. De aquí la insinceridad del legislador que, quizá o seguramente, no crea en la técnica monitoria puesto que no va a servir para nada” (LORCA NAVARRETE, A.M., *El proceso monitorio...*, ob. cit., p. 177).

(46) RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 727. Asimismo, este autor, ante la posibilidad de que se manifestase que el deudor puede verse retraído a la hora de formular oposición en función de las costas, afirma que no cree que exista “un coste disuasorio (...) a poco que se vea la cuestión con criterios pragmáticos profesionales, el coste podría ser cero o aproximarse a cero” (*Guía para una transición ordenada...*, ob. cit., p. 727).

sentido, CORTÉS DOMÍNGUEZ, al pronunciarse respecto de la efectividad del proceso monitorio, afirma que en cuanto a “la eficacia (...) en aquellos supuestos en los que la cuantía de lo reclamado exceda de 500.000 pesetas (hoy 3.000 euros), mucho nos tememos que de nada servirá al acreedor intentar el cobro de su crédito a través del proceso monitorio, entre otros motivos porque la simple alegación de razones para no pagar pone al acreedor en el brete de tener que interponer demanda en juicio declarativo ordinario, sin que ello suponga para el verdadero deudor, que sólo busca efectos dilatorios, la menor sanción jurídico-procesal; todo será para él ventajas, pues conseguirá dilatar en el tiempo el cobro de una deuda (...)”⁽⁴⁷⁾.

Podrá decirse que en el proceso cambiario también existe la posibilidad de que el deudor formule oposición, y que por ende se dilate en el tiempo el abono de la deuda. Sin embargo, donde realmente radica la ventaja del acreedor que utiliza el proceso cambiario no es en la posibilidad real de que el deudor formule o no oposición, pues tal actuación es permitida en ambos procesos, sino, como ya hemos dicho anteriormente, en el mayor grado de exigencia y dificultad que comporta para el deudor la oposición en el proceso cambiario, que se refleja no sólo en cuanto a su escrito de oposición —que en este caso deberá encontrarse fundamentado y razonado— sino en las actuaciones posteriores que deberá realizar el deudor; esto es, mediante la oposición en el proceso cambiario se produce la inversión de la posición de las partes procesales, por lo que el deudor se convierte en actor, recayendo en él la carga de la prueba de los hechos constitutivos de su demanda de oposición, dentro del incidente que se inserta en el propio juicio cambiario.

En cambio, en el proceso monitorio la oposición no repercute en una mayor diligencia o exigencia en cuanto a los actos del deudor, esto es, el deudor es consciente, y si no de ello se encargarán los abogados, de que mediante la oposición hace fracasar el proceso monitorio, lo que conlleva la necesidad de iniciarse un proceso ordinario, en el que no se producirá inversión alguna de las partes procesales, y por tanto será al acreedor a quien le incumbe la obligación de probar los hechos, pudiendo por contra el deudor adoptar la cómoda postura meramente defensiva.

E) Tramitación de la oposición a través del juicio verbal

Las consecuencias de la formulación de oposición por parte del deudor, en la ulterior tramitación del juicio, son radicalmente diferentes en el proceso

⁽⁴⁷⁾ CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., en AA.VV., *La nueva Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 56.

monitorio y en el cambiario. En el proceso cambiario si el deudor hace uso de la facultad de oponerse a la demanda cambiaria que le concede el art. 824 de la Ley Procesal, se inicia dentro del proceso un incidente, que se tramitará a través de las reglas del juicio verbal, pero sin que tal remisión *per se* constituya el inicio de un proceso ordinario. Esta remisión se efectúa únicamente a efectos meramente procedimentales y responde a motivos de economía procesal; no se inicia en ningún caso un nuevo juicio.

En contraposición, en el proceso monitorio la oposición del deudor tiene como consecuencia la conversión de este juicio en un proceso ordinario⁽⁴⁸⁾, verbal u ordinario, en función de la cuantía, sustanciándose a partir de ese momento el proceso monitorio por los cauces reglados del juicio ordinario en cuestión⁽⁴⁹⁾, lo que comporta indefectiblemente, en el supuesto del juicio ordinario, una tramitación más compleja y dilatada en el tiempo⁽⁵⁰⁾ que la que

(48) Al respecto vid. GÓMEZ COLOMER, en AA.VV., *Derecho jurisdiccional*, ob. cit., pp. 759 y 760 y ROBLES GARZÓN, J.A., en AA.VV., *El juicio monitorio*, ob. cit., p. 737.

Por su parte, para SERRA DOMÍNGUEZ el que la oposición en el proceso monitorio derive en un proceso ordinario constituye uno de los motivos que justificarían la utilización del proceso cambiario. Así, este autor manifiesta que “La elección del juicio cambiario únicamente constituirá una alternativa válida respecto del proceso monitorio en los siguientes supuestos: 1.º Cuando la cantidad reflejada en el título cambiario sea superior a cinco millones de pesetas, límite del proceso monitorio. 2.º Cuando se desee garantizar la deuda mediante un embargo preventivo, posible en el proceso cambiario, y no previsto en el monitorio; y 3.º Cuando sea presumible la existencia de una oposición del deudor, que obligaría a acudir a un juicio ordinario” (SERRA DOMÍNGUEZ, M., *El juicio cambiario*, ob. cit., p. 66).

(49) De esta forma, la consecuencia de la oposición en el monitorio es que esta conlleva la salida de la tramitación propia de este proceso, para iniciar un proceso ordinario propio y con sustantividad propia, tal y como queda patente en palabras de CORTÉS DOMÍNGUEZ al afirmar que “la oposición del deudor no es parte del proceso monitorio” (CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., en AA.VV., *La nueva ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 54).

(50) Son aplicables a este punto las afirmaciones que ORTEGA realizaba respecto del ALEC, en las que quedaba patente que el hecho de que la oposición conlleve, en función de la cuantía, la obligación del acreedor de presentar demanda a efectos de iniciar un proceso ordinario retrasa en el tiempo la tutela judicial requerida por el acreedor. Así, este autor manifestaba que “la necesidad de plantear la demanda posteriormente puede originar en la práctica un aumento de la actividad procesal: primero la comparecencia, después la interposición de demanda; lejos de facilitar la oposición, parece que tales actuaciones pueden dilatar el desarrollo del proceso (...) parece que (...) el transcurso del plazo citado, un mes, pudiera resultar excesivo por la dilación que ello supone (...) pudiendo resultar peligroso que la oposición se convierta así, en manos de deudores desaprensivos, en una arma de demora del resultado final, el pago” (ob. cit., pp. 627 y 628).

El hecho de que la tramitación de la oposición formulada en el juicio monitorio a través de los cauces del juicio ordinario es contraria a las exigencias de celeridad requeridas por el acree-

hubiese tenido lugar en el proceso cambiario, aun en los supuestos en los que se hubiere formulado oposición, que puede poner en peligro la tutela judicial efectiva solicitada por el acreedor en el juicio monitorio ⁽⁵¹⁾.

F) Consecuencias jurídicas de la incomparecencia del deudor al acto de la vista del juicio verbal

En el proceso cambiario, para el supuesto de que se formule oposición, el acreedor-demandante se convierte en demandado, y el deudor-demandado se convierte en demandante ⁽⁵²⁾, al formular éste la denominada demanda de oposición; esto es, se produce una inversión de la posición procesal de las partes personadas en la *litis*. Es necesario dejar patente tal premisa, pues esta inversión procesal condicionará la posterior actividad de las partes en el juicio y como consecuencia de ella los efectos de la actuación de las partes en la vista del juicio verbal a través del cual se tramita la oposición del juicio cambiario son radicalmente contrarios a la actuación de las partes en la vista del juicio verbal en que se convierte el monitorio ⁽⁵³⁾.

dor cambiario queda también patente en palabras de ROBLES GARZÓN al manifestar que “(...) nos podemos encontrar que oposiciones sin ningún fundamento, comprobadas después en el proceso declarativo, van a poner fin al intento del legislador de proteger el crédito a través de este proceso ágil, sencillo y eficaz” (*El juicio monitorio*, ob. cit., p. 739).

⁽⁵¹⁾ En este sentido, CORTÉS DOMÍNGUEZ pone de manifiesto que la oposición del deudor en el proceso monitorio puede suponer un grave perjuicio para los intereses del acreedor. Así, afirma que respecto de la eficacia de este proceso “(...) en aquellos supuestos en los que la cuantía de lo reclamado exceda de 500.000 pesetas, hoy 3.000 euros, mucho nos tememos que de nada servirá al acreedor intentar el cobro de su crédito a través del proceso monitorio, entre otros motivos porque la simple alegación de ‘razones’ para no pagar pone al acreedor con el brete de tener que interponer demanda en juicio declarativo ordinario, sin que ello suponga para el verdadero deudor, que sólo busca efectos dilatorios, la menor sanción jurídica-procesal; todo será para él ventajas, pues conseguirá dilatar en el tiempo el cobro de una deuda que de otro modo debería pagar de forma inmediata (...)” (CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., en AA.VV., *La nueva ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 56).

⁽⁵²⁾ En este sentido, ROBLES GARZÓN afirma que “el hecho de la interposición de la misma (demanda de oposición) produce un cambio en la posición de las partes, pues el deudor pasa a convertirse en demandante y el acreedor en demandado” (ROBLES GARZÓN, J.A., en AA.VV., *Comentarios prácticos a la nueva...*, ob. cit., p. 744).

⁽⁵³⁾ Si bien es cierto que la oposición en el proceso monitorio conlleva que la posterior tramitación se acomode o bien al juicio verbal o bien al ordinario, en función de la cuantía, en este apartado del trabajo únicamente examinamos las diferencias que pueden acontecer respecto a la actuación de las partes en la vista del juicio verbal, en función de que el proceso cambiario independientemente del importe se tramitará de existir oposición a través de los cauces del verbal y nunca del ordinario, por lo que no podemos examinar la actuación de las partes del proceso cambiario en los trámites del juicio ordinario, porque la oposición nunca se tramitará por este cauce procesal.

Así, en el proceso cambiario, debido a la circunstancia de que el demandado se convierte en actor en el incidente que origina la oposición, su incomparecencia a la vista supone, en función del art. 826 de la Ley Procesal, desistimiento de la demanda de oposición ⁽⁵⁴⁾, y por ende la finalización del proceso cambiario, procediéndose a la ejecución del deudor, sin que el acreedor tenga la obligación de probar los hechos en los que fundamentaba su pretensión, en cambio para el supuesto que no comparezca el acreedor, como afirma MONTERO AROCA, “el deudor tendrá que realizar como demandante toda la actividad procesal, sobre todo la prueba de los hechos por él afirmados” ⁽⁵⁵⁾, por lo que a diferencia de lo que acontecía respecto a la incomparecencia del deudor, la del acreedor no conlleva como efecto inmediato la terminación del incidente, sino que éste deberá continuar.

De forma contraria, en el proceso monitorio la oposición conlleva la finalización, iniciándose el procedimiento ordinario, sin que se produzca inversión alguna respecto de la posición procesal de las partes, por ser el acreedor quien tiene la carga de iniciar el procedimiento ordinario que corresponda. En consecuencia, si no comparece el demandado su incomparecencia supone inactividad, no finaliza el juicio y el actor (acreedor), que seguirá ocupando la posición de demandante, tendrá la obligación de acreditar y probar los hechos constitutivos de su pretensión.

G) Las partes y la carga de la prueba

En el proceso cambiario, en función de lo anteriormente manifestado, esto es como consecuencia de la inversión de las partes procesales, la carga de la prueba recae sobre el deudor, ahora demandante, mientras que el acreedor, ahora demandado, podrá limitarse a adoptar una postura meramente defensiva,

⁽⁵⁴⁾ En este sentido, GÓMEZ DE LIAÑO establece que “el deudor demandado se convierte ahora en actor y por eso si no comparece se le da el tratamiento que le es propio a tal carácter y se le tiene por desistido (...)” [GÓMEZ DE LIAÑO, F., en AA.VV., *Ley de Enjuiciamiento...*, ob. cit., p. 991]. Por su parte, SERRA DOMÍNGUEZ afirma que, en caso de existir oposición en el proceso cambiario, “el procedimiento se tramita con arreglo a las reglas del juicio verbal, con la única singularidad de que la incomparecencia del deudor implicará el desistimiento de la oposición con el consiguiente despacho de ejecución” (SERRA DOMÍNGUEZ, M., *El juicio cambiario*, ob. cit., p. 67).

⁽⁵⁵⁾ MONTERO AROCA, J., en AA.VV., *Derecho jurisdiccional*, tomo II, ob. cit., pp. 204 y 205.

exonerándose por tanto de la obligación de la prueba de su pretensión ⁽⁵⁶⁾. En el proceso monitorio, por contra, será en el acreedor-demandante sobre el que recae la carga de la prueba ⁽⁵⁷⁾, iniciado el proceso ordinario correspondiente, mientras que el deudor-demandado seguirá ocupando esa posición procesal, pudiendo limitarse a adoptar una postura defensiva.

H) Mayor rapidez en la tramitación del proceso cambiario

El proceso cambiario presenta una mayor celeridad en cuanto a su tramitación frente a la del proceso monitorio; que conlleva una mayor rapidez en la concesión de la tutela judicial requerida por el acreedor cambiario. Esta agilidad queda patente en varias fases del proceso:

En primer lugar, existe un plazo temporal más reducido en el juicio cambiario a efectos de que el deudor atienda el requerimiento de pago. Así, en este proceso, una vez el obligado es requerido, se le concede en función del art. 821 apartado segundo párrafo primero de la Ley Procesal un plazo de diez días para hacer efectivo el pago. Por contra, en el proceso monitorio, según el art. 815 del Código Procesal, el demandado puede hacer frente al requerimiento durante el plazo de veinte días. En consecuencia, en el proceso cambiario existe una reducción de diez días para que el deudor haga efectivo el pago tras el apercibimiento.

En segundo lugar, de la misma forma, también se concede al deudor en el proceso monitorio un plazo de tiempo más amplio para formular oposición. Así, el plazo en el juicio monitorio será de veinte días, mientras que en el proceso cambiario queda reducido el término a diez días. A nuestro entender,

⁽⁵⁶⁾ Respecto de la carga de la prueba, MONTERO AROCA afirma que “quien formuló la demanda inicial del juicio cambiario afirmó unos hechos constitutivos, que pueden entenderse implícitos en el documento cambiario que hubo de aportar, y con ello no necesita alegar nada más ni probar hecho alguno (...) con oposición, toda la fundamentación de ésta y toda la carga de la prueba recaiga sobre quien se opone. El fundamento de la petición es el documento cambiario y el que lo presenta no necesita añadir nada más; si el demandado quiere alegar algo, lo que fuera, a él le corresponde la carga de alegarlo y la carga de probarlo” (*Derecho jurisdiccional*, ob. cit., p. 786). Por su parte, MOXICA afirma que “el deudor (...) pasa a asumir la posición procesal de demandante, asumiendo todas las cargas propias del actor y esencialmente en relación a la alegación de los hechos y la prueba” (*El pagaré y el nuevo juicio...*, ob. cit. p. 374).

⁽⁵⁷⁾ En este sentido, a diferencia de lo que acontece en el proceso cambiario, GÓMEZ MARTÍNEZ afirma que “la formulación de la oposición hace renacer en el acreedor la carga de iniciar el procedimiento que corresponda según la cuantía de la pretensión, de alegar en él los hechos en los que se funda su pretensión y de probarlos (...)” (ob. cit., p. 71).

esta diferencia de tiempo se encuentra estrechamente vinculada a la amplitud de la oposición permitida en cada uno de los procesos, que como hemos visto anteriormente en el monitorio es ilimitada, en contraposición al cambiario, en el que los motivos de oposición son limitados, dejando así constancia de que en este último proceso la oposición del deudor sólo podrá producirse en función de motivos que no representen cuestiones complejas cuya discusión corresponde al proceso declarativo.

En tercer lugar, en el proceso cambiario la oposición se tramitará siempre a través de los cauces del juicio verbal, mientras que en el juicio monitorio, en función de la cuantía, puede iniciarse un juicio ordinario. Evidentemente la duración temporal de la tramitación de la oposición y en consecuencia del proceso será más dilatada en el tiempo en el proceso monitorio cuya oposición inicie un juicio ordinario. Pensemos que, una vez se oponga el deudor en el proceso monitorio, se concederá al acreedor el plazo de un mes a efectos de formular la demanda que inicie el juicio ordinario; para el supuesto de que el acreedor formule escrito de demanda de éste se dará traslado a la parte deudora para que en el plazo de veinte días la conteste. Una vez contestada el órgano jurisdiccional, dentro de los tres días siguientes, deberá convocar a las partes a una audiencia previa que se celebrará en el plazo de veinte días desde su convocatoria, para posteriormente, si no resulta efectivo el intento de arreglo o transacción realizado en la audiencia previa, celebrarse en el plazo de un mes juicio, plazo que podrá extenderse a dos meses para el supuesto en que las pruebas deban practicarse fuera del lugar en que tenga su sede el tribunal que conozca del pleito, para finalmente dictar sentencia dentro de los veinte días siguientes a la terminación del juicio.

En contrapartida, los plazos en el juicio cambiario con oposición son mucho más breves. Así, en el mismo instante en que se requiere de pago al deudor se le concederá la posibilidad de oponerse; de hacerse efectiva la oposición, en el plazo de veinte días el órgano judicial directamente convocará a las partes a una vista, que como hemos analizado se tramitará por los cauces del juicio verbal, dictándose la correspondiente sentencia dentro de los diez días posteriores a la finalización de la vista.

La diferente duración temporal de un juicio cambiario y un monitorio en los que se formula oposición, siendo la cuantía del litigio superior a 3.000 euros, queda acreditada en el siguiente esquema:

TOTAL DÍAS DE TRAMITACIÓN

EN PROCESO POR CUANTÍA SUPERIOR A 3.000 EUROS ⁽⁵⁸⁾

PROCESO CAMBIARIO: 1 mes y 10 días.

PROCESO MONITORIO: 5 meses y 10 días, y en caso de que la prueba deba realizarse fuera del lugar en que tenga su sede el tribunal que conozca del pleito serán 6 meses y 10 días.

Del examen realizado con anterioridad, podemos concluir afirmando que en el proceso cambiario se produce una mayor protección jurídica tanto del crédito como del acreedor cambiario, que la que podría otorgarse a este en el juicio monitorio.

III. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., ROBLES GARZÓN, J.A., *Comentarios prácticos a la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, 1.^a ed., Trivium, Madrid, 2000.

AA.VV., ROCA, J., *Ley de Enjuiciamiento Civil*, Forum, Oviedo, 2000.

AA.VV., VEGAS TORRES, J., *Derecho Procesal Civil: Ejecución forzosa, procesos especiales*, Centro de Estudios Ramón Areces, Madrid, 2000.

BONET NAVARRO, J., *El proceso cambiario*, La Ley, Madrid, 2000.

— “Del juicio por letra de cambio, pagaré y cheque en el Anteproyecto de LEC”, en *Presente y futuro del proceso civil*, dir. Picó i Junoy, Bosch, Barcelona, 1998.

CORREA DELCASSO, J.P., *El proceso monitorio de la nueva Ley de Enjuiciamiento Civil*, Marcial Pons, Barcelona, 2000.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, V., *La nueva ley de Enjuiciamiento Civil*, tomo V, Tecnos, Madrid, 2000.

GARBERÍ LLOBREGAT, J., “Los procesos cambiario y monitorio en el Anteproyecto de nueva Ley de Enjuiciamiento Civil”, en *Tribunales de Justicia*, n.º 7, 1998.

— Conferencia impartida bajo el título “El proceso cambiario”, el día 11 de diciembre del 2000, en el Colegio de Abogados de Tarragona.

(58) A efectos de calcular los días de que disponen las partes procesales para realizar una determinada actuación procesal se tiene en consideración tanto para el proceso cambiario como para el monitorio el plazo más largo que señala la Ley Procesal.

GÓMEZ COLOMER, J.L., “El juicio monitorio”, conferencia impartida el día 14 de diciembre del 2000, en el Ilustre Colegio de Abogados de Tarragona.

GÓMEZ DE LIAÑO, F.: *Ley de enjuiciamiento Civil (Ley 1/2000)*, Forum, Oviedo, 2000.

GÓMEZ MARTÍNEZ, C., “El juicio monitorio en la nueva LEC, un cambio cultural”, en *Jueces para la democracia*, n.º 38, julio, 2000.

LORCA NAVARRETE, A.M., *Tratado de Derecho Procesal Civil*, Parte general, *El nuevo proceso civil*, Dykinson, Madrid, 2000.

MONTERO AROCA, J. et al., *Derecho jurisdiccional*, tomo II, 9.ª ed., Tirant lo Blanch.

MOXICA, J., *El pagaré y el nuevo juicio cambiario*, Aranzadi, Pamplona, 2000.

ORTEGA, V., “La protección especial del crédito en el Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil: el proceso monitorio y el juicio cambiario”, en *Revista de Derecho Patrimonial*, n.º 1, 1998.

RAMOS MÉNDEZ, F., *Guía para una transición ordenada a la LEC*, Bosch, Barcelona, 2000.

SERRA DOMÍNGUEZ, M., *La Ley 1/2000 sobre enjuiciamiento civil*, Bosch, Barcelona, 2000.

SOTO VÁZQUEZ, *Manual de oposición Cambiaria*, 3.ª ed., Comares, Granada, 1999.

SERRANO, M., “Notas sobre la regulación del juicio cambiario”, en *Jornadas nacionales sobre el Anteproyecto de Ley de Enjuiciamiento Civil*, Murcia, 1997.

CRÓNICA

**UN BILLETE DE IDA Y OTRO DE VUELTA
PARA EL CAPITAL-RIESGO**
**Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades
de capital-riesgo y sus sociedades gestoras**

MARTA GARCÍA MANDALONIZ

*Profesora Ayudante Doctor de Derecho Mercantil
Miembro investigador del Instituto de Iniciativas Empresariales
y Empresa Familiar "Conde de Campomanes"
Universidad Carlos III de Madrid*

SUMARIO

- I. EL BILLETE DE IDA DEL CAPITAL-RIESGO: LA INVERSIÓN EN EMPRESAS COTIZADAS, GRANDES Y MADURAS.
 - 1. **La mutación de la esencia del capital-riesgo: el Mercado de Valores como vía de inversión.**
 - 2. **La mutación de la terminología del capital-riesgo: de "private equity" a "public equity".**
 - 3. **La mutación del rumbo de la financiación de capital-riesgo: el abandono de las fases iniciales de desarrollo empresarial.**

- II. EL BILLETE DE VUELTA DEL CAPITAL-RIESGO: LA INVERSIÓN EN EMPRESAS NO COTIZADAS, PEQUEÑAS Y NUEVAS.
 - 1. ***Business angels*: la necesidad de beneficios fiscales *ex-ante* y *ex-post*.**
 - A) Beneficios fiscales *ex-post*: exención parcial al modo de la existente para las entidades de capital-riesgo.
 - B) Beneficios fiscales *ex-ante*: la "cuenta-ahorro innovación" al modo de la "cuenta-ahorro vivienda" y la "cuenta-ahorro empresa".

2. Entidades públicas de capital-riesgo: la necesidad de complemento con las entidades privadas de capital-riesgo.

III. UN BILLETE DE IDA Y OTRO DE VUELTA: EL IMPULSO DEL PRIMER, SEGUNDO Y NUEVO MERCADO DE VALORES.

IV. BIBLIOGRAFÍA.

I. EL BILLETE DE IDA DEL CAPITAL-RIESGO: LA INVERSIÓN EN EMPRESAS COTIZADAS, GRANDES Y MADURAS

Ya no hay riesgo en el capital-riesgo. Hace tiempo que las actividades de las Entidades de Capital-Riesgo (ECR) —ya sea bajo el caparazón de Sociedades de Capital-Riesgo (SCR) ⁽¹⁾, ya sea bajo el de Fondos de Capital-Riesgo (FCR)— están dirigiéndose hacia empresas consolidadas en detrimento de las inversiones en las etapas de desarrollo empresarial embrionario. Éste es un viaje de ida que no tiene retorno.

A ese viaje se ha subido el legislador. Los continuos cambios normativos, desde que apareciera la primera legislación explícita en la materia con el *Real*

⁽¹⁾ Como antecedentes de las SCR, las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) encontraron regulación merced al *Decreto-Ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas* [BOE núm. 244, 11 de octubre de 1976, pp. 2509-2512 (RCL 1976, 1929)]. Ni las SODI ni tampoco las Sociedades de Promoción de Empresas (SPE) pueden considerarse como ECR en sentido estricto, aun cuando sean el germen que las hizo nacer. Nos hacemos eco, así, de la óptica que adoptaron ALCALÁ OLID, F., “La gestión del capital-riesgo en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, 1999, n.º 67, p. 19; CANO GUILLÉN, C. J. y CAZORLA PAPIS, L., “El modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional”, *Revista de Estudios Regionales*, mayo-agosto de 1998, n.º 51, 2.ª época, pp. 124, 127. En cambio, ANTÓN, Y., “El capital-riesgo como alternativa financiera”, *AF*, agosto de 1998, n.º 8, año III, p. 7, afirmó que las primeras SCR nacieron bajo la denominación de “SODI”. En cualquier caso, acerca de estas SODI, consúltense los dos siguientes estudios: MARTÍ PELLÓN, J., “La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986”, *ICE*, n.º 651, noviembre de 1987, pp. 90-95; MARTÍ PELLÓN, J., *La inversión en capital de las PYME en España. 1995. (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*, Madrid, mayo de 1996, pp. 10-14. Un riguroso trabajo de Derecho comparado sobre las SODI es: RÍO GÓMEZ, C. del, “El futuro de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) a la luz de la experiencia francesa e italiana: un estudio comparativo”, *Hacienda Pública Española*, n.º 79, 1982, pp. 147-166 (procedente de la tesis doctoral que el autor presentó en mayo de 1980 en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Bilbao con el título “Sociedades financieras regionales italianas y francesas: dos alternativas para el caso español”).

Decreto-Ley 1/1986⁽²⁾, han bailado al compás de la praxis financiera. Como medida incluida en el “*Plan de Dinamización para elevar la productividad de la Economía española*”, que aprobó el Gobierno el 25 de febrero de 2005, una nueva revisión acaba de ver la luz merced a la *Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras*⁽³⁾. Con esta Ley se flexibiliza y moderniza el régimen jurídico de las ECR y, al tiempo, se desnaturaliza —necesariamente⁽⁴⁾— la primigenia esencia de la actividad de capital-riesgo: la financiación de las pequeñas y nuevas empresas. La desnaturalización no parte, sin embargo, del ámbito jurídico. Partió antes de los propios inversores.

(2) BOE núm. 73, de 26 de marzo de 1986, pp. 2122-2126 (RCL 1986, 1940). Vid. MARTÍ PELLÓN, J., “La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España”, *EI*, n.º 294, noviembre-diciembre de 1993, p. 96.

(3) BOE núm. 282, de 25 de noviembre de 2005, pp. 38718-38736 (RCL 2005, 19412). El Proyecto de esta Ley fue presentado en la Cámara Baja el 18 de marzo de 2005 y calificado diez días más tarde. Proyecto núm. 121/000029. Boletines: 1.º BOCG Congreso de los Diputados, núm. A-29-1, de 31 de marzo de 2005, pp. 1 y ss.: iniciativa. 2.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-2, de 13 de abril de 2005, pp. 23 y ss.: ampliación plazo de enmiendas. 3.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-3, de 20 de abril de 2005, pp. 25 y ss.: ampliación plazo de enmiendas. 4.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-4, de 27 de abril de 2005, pp. 27 y ss.: ampliación plazo de enmiendas. 5.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-5, de 11 de mayo de 2005, pp. 29 y ss.: ampliación plazo de enmiendas. 6.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-6, de 25 de mayo de 2005, pp. 31 y ss.: enmiendas e índice de enmiendas al articulado. 7.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-7, de 26 de mayo de 2005, pp. 53 y ss.: avocación del debate y votación. 8.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-8, de 13 de junio de 2005, pp. 55 y ss.: informe de la Ponencia. 9.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-9, de 28 de junio de 2005, pp. 81 y ss.: dictamen de la Comisión y escritos de mantenimiento de enmiendas para su defensa ante el Pleno. 10.º BOCG, Congreso de los Diputados, núm. A-29-10, de 15 de julio de 2005, pp. 107 y ss.: aprobación por el Pleno. 11.º BOCG, Senado II, 29 (a), de 14 de julio de 2005, pp. 1 y ss.: texto remitido por el Congreso. 12.º BOCG, Senado II, 29 (b), de 13 de septiembre de 2005, pp. 31 y ss.: ampliación del plazo de enmiendas. 13.º BOCG, Senado II, 29 (c), de 22 de septiembre de 2005, pp. 33 y ss.: enmiendas. 14.º BOCG, Senado II, 29 (d), de 18 de octubre de 2005, pp. 43 y ss.: dictamen de la Comisión y votos particulares. El 3 de noviembre de 2005 el Congreso rechazó las enmiendas del Senado, con lo que el texto publicado en el BOE es el que salió de la Cámara Baja en el mes de julio.

(4) Necesariamente, pero sin pretenderlo. En la sección de Economía y Hacienda del acta del Consejo de Ministros de 18 de marzo de 2005, al exponer los puntos clave del Proyecto de esta Ley, se hizo especial hincapié en la ampliación que supone para el ámbito de actuación de las ECR permitir que asesoren a las empresas, incluso, no participadas. “*Ahora bien, se exige que se ciñan a empresas objeto de su actividad (empresas no financieras no cotizadas), con el fin de evitar desnaturalizar la actividad de capital riesgo*”. Vid. <http://www.notariosyregistradores.com/CORTOS/60-consejo18-09-05.htm> (última consulta: 24/3/2006).

1. La mutación de la esencia del capital-riesgo: el Mercado de Valores como vía de inversión

Lentamente, a lo largo de tres décadas, las inversiones de las ECR han ido desplazándose⁽⁵⁾ desde las nuevas y, generalmente, pequeñas empresas en fase de *seed*⁽⁶⁾ y *start-up*⁽⁷⁾ hacia las empresas de mayor edad y dimensión, en muchas ocasiones, en ciclo de *leveraged* (o *leverage*) *buy-out* (LBO)/*buy-in* (LBI)⁽⁸⁾ o de *turnaround*⁽⁹⁾.

(5) Para observar este desplazamiento, vid. *infra* el subepígrafe I.3.

(6) La traducción de *seed financing* sería financiación siembra o dinero semilla. Es la apodada “fase cero”, es decir, la financiación inicial que engloba desde las aportaciones necesarias antes del lanzamiento comercial o industrial de una idea empresarial hasta el momento en que puede entenderse técnica o comercialmente factible. Vid. LACHMANN, J., *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*, Economica, París, 1992, pp. 14, 35. En definitiva, es el período previo al nacimiento de la compañía, sea ésta independiente o dependiente-filial de una gran empresa (*spin-off*). Lo que se financia es el proyecto embrionario estructurado técnica, económica, financiera o jurídicamente y, en general, las primeras ideas de definición de una nueva empresa innovadora y de sus productos o servicios. Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2003, pp. 360-361.

(7) La *start-up financing* es la financiación del capital arranque. La empresa ya está en funcionamiento. Ha empezado sus primeras actividades productivas o comerciales, aun cuando no haya conseguido todavía beneficios. La empresa no es un simple proyecto, es una realidad y sus necesidades de financiación son altas. Para la empresa, la entrada aquí del capital-riesgo es crucial por los recursos económicos aportados y por el asesoramiento técnico especializado, la experiencia, la planificación y la ayuda adicional prestada, por ejemplo, para contratar más personal y formar un grupo de directivos que expanda el negocio. Sin embargo, el riesgo es en exceso elevado y el período de tiempo hasta que la empresa pueda, en su caso, generar beneficios y, después, los inversores conseguir plusvalías es largo. Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 361; HOULDER, V., “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”, *Financial Times*, 10 de octubre de 1997, p. 5 (sección *Financial Times Survey*); HOULDER, V., “Profile Bob Jones. Venturer becomes an ambassador”, *Financial Times*, 10 de octubre de 1997, p. 5 (sección *Financial Times Survey*); LEBAS, P., “L’avenir du capital-risque en Europe”, *Revue Française de Gestion*, noviembre-diciembre de 1984, n.º 49, p. 99. Vid. MARTÍ PELLÓN, J., *El capital riesgo...*, op. cit., p. 98.

(8) Son operaciones de compra de empresas a crédito con apalancamiento financiero para el pago del precio. En particular, el LBO es un instrumento de ingeniería financiera que implica la compra de una sociedad con una mínima aportación económica externa y un fuerte endeudamiento interno post-adquisición. La sociedad debe tener con anterioridad un alto nivel de recursos propios para que la deuda que se suma no desestabilice la estructura financiera y para que los financiadores vean garantizados con el patrimonio social los recursos empleados en la operación. Entre nosotros, vid., por todos, AURIOLÉS MARTÍN, A., “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, julio-septiembre de 1993, n.º 51, año XII, pp. 641 y ss. (también publicado en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, pp. 237-264);

Aun así, en todos los casos, las empresas —*rectius*, sociedades⁽¹⁰⁾— se habían caracterizado por dos negaciones: no financieras y no cotizadas. La primera de las negaciones subsiste. La segunda, sólo como regla general. Como excepción, la nueva Ley permite en el artículo 2.Dos la inversión en empresas que coticen en un Mercado regulado de la *Directiva 2004/39/CE del Parlamen-*

LOIZAGA VIGURI, J.M., “Introducción al ‘buy-out’”, *Dirección y Progreso*, noviembre-diciembre de 1988, n.º 102, pp. 59-61; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., “La compra con apalancamiento (Leveraged buy-out)”, *AF*, n.º 13, marzo-abril de 1989, pp. 919-948; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., *Fusiones y adquisiciones de empresas*. 3.ª ed, McGraw-Hill, Madrid, 2000. Dentro del *leveraged buy-out* es habitual en Europa que la operación se apoye en el equipo directivo que tiene la propia empresa. Se trataría, en ese caso, de un *leveraged management buy-out* (LMBO) o *management buy-out* (MBO). Una definición de “MBO” que podría resultar de provecho para la comprensión de su esencia es la siguiente: “*La compra de una empresa por un grupo reducido de sus gerentes, financiándose normalmente mediante pagos en metálico y pagos aplazados, combinados con créditos a los gerentes, con garantía personal de los mismos o de las propias acciones de dicha empresa*”. Vid. GARCÍA FERNÁNDEZ, E., “Management buy-out”, *Dirección y Progreso*, n.º 93, mayo-junio de 1987, p. 51. Ésta es otra definición: “*Operación consistente en la adquisición de una empresa, por su propio equipo directivo [...], utilizando como principal componente del precio el endeudamiento garantizado, ofrecido por la banca, y no garantizado, aportado por inversores financieros especializados*”. Vid. MARTÍ PELLÓN, J., “La capitalización...”, op. cit., p. 110. Si, en cambio, la operación de adquisición apalancada se sustentara en un equipo directivo externo a la empresa estaríamos ante el *management buy-in* (MBI). Vid. MULLERAT, R., “Management and leveraged buy-out. (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”, *RJC*, n.º 2, 1991, p. 338; SARACHO, E., “Management buy-out: aspectos financieros”, *Dirección y Progreso*, n.º 93, mayo-junio de 1987, p. 56. En el supuesto de que se utilizaran ambas modalidades (MBO y MBI) nos topáramos con el *buy-in management buy-out* (BIMBO). Menos extendido está el *leveraged employee buy-out* (LEBO), que es cuando la operación de compra la realizan los empleados. Todas estas definiciones se pueden leer en GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 362-363.

(9) El *turnaround* ha sido entendido como uno de los segmentos de actuación del mercado de LBO: las empresas con dificultades. Con ello se consigue inyectar liquidez a una compañía que precisa variar su rumbo u orientación e, incluso, modificar el equipo directivo para superar los conflictos que atraviesa. En otras palabras, es la reestructuración o reorientación de la empresa participada. Vid. BESSIS, J., *Capital-risque et financement des entreprises*. Economica, París, 1988, p. 148; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 365.

(10) Introducimos en el texto principal esta precisión para poner de relieve, aun de soslayo, que el legislador utiliza en normas de corte financiero como ésta el vocablo “empresa” —en una concepción matizadamente subjetiva— como sujeto y no objeto destinatario de normas, esto es, como sinónimo de “empresario” o, más en concreto, de “empresario social” o “sociedad”. Como advirtiera, GONDRA ROMERO, J.M., “La estructura jurídica de la empresa. (El fenómeno de la empresa desde la perspectiva de la Teoría General del Derecho)”, *RDM*, n.º 228, abril-junio de 1998, p. 509, “*es del todo evidente que las alusiones, relativamente frecuentes en la Ley, a la empresa en un sentido ‘subjetivo’ no se pueden tomar al pie de la letra. Son meras metonimias, que el legislador emplea en contextos legales que no le exigen rigor dogmático en el lenguaje*”. Aun así, y para no desviarnos de la terminología del texto legal, optamos por

to Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004⁽¹¹⁾, en concreto en el Primer Mercado de las Bolsas de Valores o en cualquier otro Mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE. El único condicionante es que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de participación.

Esta excepción da cobertura jurídica a las operaciones de exclusión de la Bolsa que realicen los capitalistas en riesgo españoles. No se desconoce que antes de la aprobación definitiva de la Ley en estudio se habían venido sucediendo operaciones de esta clase en nuestro Mercado bursátil. Pero, los promotores de las mismas no podían sino ser extranjeros. El precursor fue el Fondo norteamericano *Global Private Equity*, gestionado por *Advent International*, que, por primera vez en España, adquirió el control de una sociedad cotizada, la empresa de ocio Parques Reunidos, SA, para excluirla, el 26 de marzo de 2004, de las Bolsas de Madrid y Bilbao donde sus valores estaban cotizando. La adquisición se había materializado antes en una oferta pública de adquisición de valores (OPA), lanzada el 8 de octubre de 2003 sobre la totalidad, con la que se logró la adhesión de los accionistas titulares de acciones representativas del 90,55% del capital social; según se informó, como hecho relevante, el 17 de diciembre de 2003 a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁽¹²⁾. Para adquirir el 100% del capital, y dada la falta en nuestra legislación de un procedimiento de *squeeze-out* o *freeze-*

emplear a lo largo del presente trabajo de investigación la palabra “empresa”, en vez de la de “sociedad”. El concepto de “empresa”, *a priori* meta-jurídico se convierte, desde el momento en que lo acepta y hace suyo el legislador, en un concepto tan jurídico como económico. “La empresa no constituye una noción estrictamente metajurídica” había comentado, en la dirección ahora indicada por nosotros, DE EIZAGUIRRE, J.M., *Derecho Mercantil*, 3.ª ed, Civitas, Madrid, 2001, p. 72. En lo tocante a la empresa como destinataria de las normas de Derecho Mercantil, véase entre nuestra mejor doctrina: FONT GALÁN, J.I., “La empresa en el Derecho Mercantil”, en Jiménez Sánchez, G.J., (coord.), *Derecho Mercantil*, 10.ª ed., tomo I, Barcelona: Ariel, septiembre de 2005, pp. 59-60; ILLESCAS ORTIZ, R., “El empresario mercantil individual: reglas generales”, en Jiménez Sánchez, G.J. (coord.), *Derecho Mercantil*, 10.ª ed., tomo I, Ariel, Barcelona, septiembre de 2005, pp. 102-103. Asimismo, VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 18.ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 2005, p. 210, destacó como acepción más frecuente, importante y envolvente en la legislación actual la de la empresa/sujeto destinatario de las normas.

(11) Es la *Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo* (DO L 145, 30 de abril de 2004, pp. 1-44; rect. DO L 45, 16 de febrero de 2005, p. 18).

(12) Vid. <http://www.cnmv.es/index.htm> (última consulta: 24/03/2006).

out⁽¹³⁾ —venta forzosa en la terminología del artículo 15 de la *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición*⁽¹⁴⁾—, se hubo de proceder a la reducción del capital mediante la amortización de las acciones de los socios

(13) “*Squeeze-out*” y “*freeze-out*” han sido frecuentemente utilizados como vocablos intercambiables. No obstante, alguna vez se ha intentado dibujar el perfil que distingue a una expresión de la otra, distando el resultado de ser concluyente. Así, C.W., MURDOCK comentó en sus dos siguientes trabajos: “The evolution of effective remedies for minority shareholders and its impact upon valuation of minority shares”, *Notre Dame Law Review*, 1990, vol. 65, p. 425; “Squeeze-outs, freeze-outs, and discounts: why is Illinois in the minority in protecting shareholder interests?”, *Loyola University Chicago Law Journal*, primavera de 2004, vol. 35, p. 744, que el *freeze-out* engloba aquellas operaciones de corte económico (privación del derecho a percibir dividendos, por ejemplo) o laboral (privación del puesto de trabajo) que efectúa el accionista de control de una sociedad para desincentivar la inversión de los accionistas minoritarios hasta conseguir que éstos transfieran sus acciones al primero; mientras el *squeeze-out* se refiere a los mecanismos directos de exclusión de los accionistas minoritarios o externos al bloque de control. En sentido diametralmente opuesto al anterior describieron los significados de *squeeze-out* y *freeze-out* GEVURTZ, F.A., “F. Hodge O’Neal corporate and securities law symposium: limited liability companies: squeeze-outs and freeze-outs in limited liability companies”, *Washington University Law Quarterly*, 1995, n.º 73, p. 498; o EGÜEZ, J.A., “Squeeze-outs en el Derecho Peruano”, *Advocatus*, Nueva Época, n.º 8, agosto de 2003, p. 289; quien cita a CLARK, R.C., *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston, 1986, pp. 499-500. En nuestra mejor doctrina, se hizo eco de ambas perspectivas, PERALES VISCASILLAS, M.P., “Origen, evolución y tendencias actuales del *appraisal right* estadounidense (El derecho de separación y de exclusión del socio)”, *AC*, n.º 21, 22-28 de mayo de 2000, p. 778.

(14) DO L 142, de 30 de abril de 2004, pp. 12-23. Un breve recorrido por el proceso legislativo anterior a la aprobación de esta Directiva de OPA —la decimotercera en materia de Derecho de sociedades— y por los principales contenidos de ésta, una vez aprobada, encontrará el lector interesado en BENEYTO, J.M. y PUENTE, J., *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde una perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, Instituto de Estudios Europeos, Madrid, 2005, n.º 2, 37 pp. Conforme a su artículo 15, la venta forzosa o *squeeze-out* habrá de darse en una de estas dos situaciones, a elegir por los Estados miembros: la primera, “cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90% (y hasta un máximo del 95%) del capital que confiere derechos de voto y el 90% (o hasta un máximo del 95%) de los derechos de voto de la sociedad afectada” [ap. 2.a) y 2 in fine]; o, la segunda, cuando el oferente “haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta” [ap. 2.b)]. El correlativo de la venta forzosa es la compra forzosa (“*sell-out*”, en terminología anglosajona) regulada en el artículo 16. En ambos supuestos se exige un precio justo (“*equitable price*”) que tendrá que adoptar idéntica forma que la contraprestación de la oferta o realizarse en efectivo, y por cuya garantía habrán de velar los Estados miembros (arts. 15.5 y 16.3). El artículo 21 impone la transposición de estas reglas a más tardar el 20 de mayo de 2006. El Gobierno español mostró, en el mes de marzo de 2005, su intención de elaborar una nueva Ley del Mercado de Valores para incorporar tanto esta Directiva como la relativa a los mercados de instrumentos financieros.

minoritarios (arts. 164.3, 144 y 148 TRLSA⁽¹⁵⁾). Esta primera adquisición para la exclusión ha sido el desencadenante de otras. En efecto, su ejemplo ha sido seguido en fechas más cercanas a la actual en los casos Cortefiel⁽¹⁶⁾ o

(15) “TRLSA” es el acrónimo del texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre* [BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989, pp. 8234-8272; rect. BOE núm. 28, 1 de febrero de 1990, pp. 511-516 (RCL 1989, 2737; 1990, 206)]. Su artículo 164.3, con la remisión que efectúa a los artículos 144 (y éste al art. 103) y 148 del mismo cuerpo legal, requiere en caso de reducción del capital que implique una amortización que no afecte de igual forma a todas las acciones el principio de doble mayoría: el acuerdo de la mayoría de las acciones presentes o representadas en la junta general, y el acuerdo de la mayoría de los accionistas afectados, adoptado en una votación separada de la junta general o en una junta especial. Vid. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., *La amortización de acciones en la sociedad anónima (especial referencia al art. 164.3 TRLSA)*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, enero de 2005, 442 pp. Ante la ausencia de un procedimiento de *squeeze-out* en nuestro ordenamiento (al contrario que en los EE.UU., los Países Bajos, Bélgica, Francia, Austria, Gran Bretaña, Italia o Suiza), y mientras no se transponga la Directiva de OPA, este artículo 164.3 proporciona la mejor y más segura vía para que el inversor de capital-riesgo obtenga la totalidad del capital social con miras a excluir la sociedad del Mercado bursátil. Vid. FORUM EUROPEAUM DERECHO DE GRUPOS, “Por un Derecho de los grupos de sociedades para Europa”, *RDM*, n.º 232, abril-junio de 1999, pp. 521-530 (o la versión en inglés: *Corporate Group Law for Europe*, Estocolmo, 2000, pp. 72-74; “Corporate Group Law for Europe”, *European Business Organization Law Review*, vol. I, 2000, pp. 225-230); HOEDL, C., “El ‘squeeze-out’ en derecho español: una experiencia reciente”, *Capital & Corporate*, julio de 2004, pp. 42-43; PAZ-ARES, C., “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 3, 2002, pp. 54, 59 (este último trabajo también se publicó en *RDBB*, 2003, julio-septiembre, n.º 91, año XXII, pp. 7-38). En una reciente monografía, SÁNCHEZ RUIZ, M., *La facultad de exclusión de socios en la teoría general de Sociedades*, Civitas-Thomson, Pamplona, 2006, p. 172, se hace eco de que mediante el artículo 164.3 TRLSA puede lograrse un resultado equivalente (la exclusión del minoritario) al procedimiento de *squeeze-out*. Aun así, destaca las diferencias: por un lado, la aplicación del artículo 164.3 implica la reducción del capital tras la anulación de las acciones amortizadas y no sólo la adquisición de las acciones por el socio mayoritario, por otro, su aplicación no queda condicionada a un porcentaje igual o superior al 90% del capital social; por último, no se establece medida alguna que garantice al accionista excluido una compensación económica adecuada.

(16) El día 29 de septiembre de 2005 la junta extraordinaria de accionistas de Cortefiel acordó la aprobación de la exclusión de las Bolsas de Madrid y Barcelona donde cotizaban sus acciones, tras la compra del 86,82% del capital por parte de los FCR CVC Capital Partners, PAI y Permira. Para mayor información, léanse los datos que aparecieron el 30 de septiembre de 2005 en la Sección de Economía del periódico *El Norte de Castilla* bajo el titular: “Cortefiel aprueba su exclusión de la Bolsa y cambios en el consejo”, <http://servicios.nortecastilla.es/pg050930/prensa/noticias/Economía/200509/30/VAL-ECO-251.html> (última consulta: 28/11/2005). Esta noticia también quedó recogida en la sección de noticias de la siguiente página web: <http://www.ascri.org/ascri/ascriweb.nsf> (última consulta: 24/03/2005).

Amadeus⁽¹⁷⁾. A buen seguro, otros se sumarán en un futuro próximo⁽¹⁸⁾. No hay marcha atrás.

Siempre han sido muy estrechos los lazos de unión entre el capital-riesgo y el Mercado de Valores. Nunca lo habían sido hasta tal extremo. Como cesión pública, el Mercado Bursátil ha sido una (la preferida, pero no la más utilizada) vía de desinversión del capital-riesgo⁽¹⁹⁾; junto con la retrocesión o recompra por los socios (*buy-back*), directivos o empleados de la sociedad

(17) Una vez concluida la OPA que permitió a los FCR BC Partners y Cinven tomar el control de la compañía Amadeus, ésta aprobó, el 4 de octubre de 2005 mediante junta extraordinaria, la exclusión de la cotización de las acciones en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Francfort y París donde estaban negociando. Un breve comentario al respecto apareció en los periódicos *El País*, el 4 y *La Gaceta* el 5 de octubre de 2005, así como en el apartado de noticias que se contiene en esta URL: <http://www.ascricri.org/ascricriweb.nsf> (última consulta: 28/11/2005).

(18) En el parqué se especula con la posibilidad de que próximamente sean excluidas del Mercado de Valores, tras el lanzamiento de OPAs por parte de inversores de capital-riesgo extranjeros, compañías como NH Hoteles, Tubacex, Funespaña, Logista, Ebro Puleva o Gamesa; conforme a la información que se proporcionó en: “El capital riesgo está frenando las salidas de empresas a Bolsa”, *El Mundo*, 20 de junio de 2005, n.º 5669, año XVII (sección Economía). Sin dar los nombres de las sociedades cotizadas interesadas en la exclusión bursátil, la noticia “El capital riesgo rompe moldes en los nuevos primeros meses”, que salió publicada en *Expansión*, el 19 de octubre de 2005, n.º 5851, año XX, p. 12 (Sección Empresas), se hizo eco del anuncio de los directivos del sector del capital-riesgo de que se “*están analizando a más de 20 compañías para excluirlas de la bolsa española (...) de las que al final saldrán unas diez*”.

(19) En condiciones de extrema eficiencia, la introducción de la sociedad participada en la Bolsa de Valores proporciona a los inversores de capital-riesgo fluidez, liquidez, objetividad y plusvalías adecuadas. Vid. WALL, J. y SMITH, J., *Better exits*, Bruselas, 1998, p. 8. La empresa desinvertida obtiene públicamente recursos con que seguir financiando sus operaciones. Debería ser, pues, el medio de desinversión más utilizado. Su uso, sin embargo, es desigual en los distintos países industrializados. Si es ampliamente utilizado en aquellos, como los EE.UU. o el Reino Unido, donde la actividad financiera del capital-riesgo ha conseguido un grado de consolidación notable a la par que el Mercado Bursátil específico para las pequeñas empresas de rápido crecimiento. En estos Estados está muy extendida la fórmula de acudir al ofrecimiento público de las acciones o IPO (*Initial Public Offering*) para facilitar al inversor la realización de las plusvalías que han ido generándose durante el periodo de participación. Vid. BROPHY, D., “United States venture capital markets: changes and challenges”, en OCDE, *Venture Capital and Innovation*. París, 1996, p. 45; MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M., “Determinants of private equity fundraising in western Europe”, *Working Paper*, septiembre de 2001, p. 8 (con apoyo en los datos procedentes de VENTURE ECONOMICS, *Annual Report 1993-2000*, National Venture Capital Association, Arlington, 2000). En otros países, entre los que encuentra hueco España, no se ha consolidado, en cambio, el Mercado Bursátil como medio ágil de desinversión. Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 376.

participada⁽²⁰⁾; y la cesión privada o venta a terceros inversores⁽²¹⁾, industriales (*trade sale*) o financieros [*secondary buy-out* (SBO)]. De vía de desinversión va mutando hacia vía de inversión. “*La Bolsa no es buena sustituta del*

(20) El inversor de capital-riesgo generalmente prefiere la venta a terceros que la recompra *inter partes* o retrocesión a socios, directivos y, en ocasiones, empleados de la sociedad participada (*share buy-backs*). La razón intrínseca de esta afirmación estriba en la reducción de su poder de negociación, de un lado, porque los compradores internos ya conocen los puntos fuertes y débiles de la empresa; de otro, porque conocen la necesidad de venta del inversor en un determinado plazo. La venta a los accionistas (*owners buy-back*) o a los directivos (*management buy-back*) vierte conflictos de fijación del precio y es, además, poco rentable. Vid. URÍA MERUÉNDANO, R., “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”, en, AA.VV., *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid 3 y 4 de abril de 1984*, Madrid, 1984, pp. 86-87. Sólo se utilizará, pues, la mayoría de las veces, como vía marginal cuando el inversor no encuentre ninguna persona física o jurídica ajena al negocio interesada en él, o cuando dentro de la empresa exista una oposición frontal a aceptar a un tercero y prefieran seguir solos la andadura. A la propia empresa la recompra le provoca más perjuicios que beneficios: tiene que hacer uso de recursos que podría destinar a la compra de materiales, a la conclusión de negocios o al inicio de planes de inversión. Ésta es, de cualquier modo, la salida más utilizada después de la *trade sale* y no debe rechazarse *a priori* porque ante una determinada situación puede ser la mejor o, quizás, la única opción. Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 375-376.

(21) La venta a terceros ha sido año tras año —excepto durante 1994— la vía de salida más utilizada en Europa, a pesar de no ser siempre el camino ideal. Se trata de desinvertir cuando se encuentra a un inversor ajeno que tiene interés en adquirir la participación empresarial. El comprador puede ser un inversor financiero e, incluso, otro capitalista en riesgo especializado en las etapas más avanzadas que participa [en segunda (tercera o cuarta) ronda de financiación] con semejantes criterios y por análogos motivos que el primero. La salida del primer capitalista sería la entrada del segundo. Es posible también que el tercero sea un inversor industrial (gran empresa) que, por causas estratégicas o económico-financieras, se encuentre interesado bien en el producto o servicio que comercializa, bien en el proceso productivo y tecnológico que utiliza la empresa participada. De cualquier modo, la desinversión de unos es la inversión —mediante adquisición o fusión— de otros. La inversión de estos terceros financieros o industriales puede ser minoritaria o aspirar a ser mayoritaria, máxime cuando el inversor es industrial. En esta última hipótesis necesitará comprar las acciones (si la entidad participada es una sociedad anónima) o participaciones sociales (si la empresa en la que se invierte ha adoptado como forma jurídica la sociedad de responsabilidad limitada) de algún otro socio; aunque seguro encontrará obstáculos para ello en las empresas familiares pequeñas donde los empresarios originarios son reacios a la pérdida del control. Vid. BERTONÈCHE, M. y VICKERY, L., *Le capital risque*, París, marzo de 1987, Presses Universitaires de France, pp. 73-74; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 375; GLADSTONE, D., *Venture capital investing. The complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*, New Jersey, 1988, pp. 220-223 y 227-229; MARTÍ PELLÓN, J., *Capital riesgo y capital desarrollo*, Madrid, 1997, pp. 37-38 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor); MARTÍ PELLÓN, J., *La inversión en capital...*, op. cit., pp. 39-40; MARTÍ PELLÓN, J., *El capital inversión en España 1996*, Civitas, Madrid, 1997, pp. 51-52; WALL, J. y SMITH, J., *Better...*, op. cit., pp. 9-11.

capital-riesgo”, decíamos nosotros en el pasado ⁽²²⁾. “*El capital-riesgo dinamiza la Bolsa*” ⁽²³⁾, escuchamos decir en el presente.

La mutación se inició en el año 2002 cuando la Ley financiera ⁽²⁴⁾ se encargó de revisar la ahora derogada *Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras* ⁽²⁵⁾, en aras de otorgar nueva redacción al artículo 2.1: “*empresas no financieras que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores*”. Conforme a este precepto, la inversión del capital-riesgo había de ser en empresas no cotizadas, pero su eventual cotización en el Primer Mercado o Mercado Principal de Valores no implicaba de modo automático la desinversión. La inversión en una empresa cotizada era viable si en el momento en que se inició ese proceso de inversión la empresa no cotizaba.

Similares son los términos bajo los que se desenvuelve la regla general de inversión del artículo 2.Uno de la nueva Ley: “*toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de [las] Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)*”.

Al entrar esta regla general en conexión con la redacción que la Disposición Final primera de esta Ley 25/2005 proporciona al artículo 55 del *Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto*

⁽²²⁾ La frase que entrecomillamos en el texto principal la expusimos, en dos ocasiones, en nuestra obra *La financiación...*, op. cit., pp. 367 y 445, para manifestar que el Mercado Bursátil se constituye en medio de financiación de empresas que, por su etapa de desarrollo, son —o comienzan a ser— adultas; mientras que el capital-riesgo se ha de ocupar de financiar a las compañías en las fases más embrionarias. Capital-riesgo para las etapas de creación y desarrollo empresarial, y Mercado de Valores para la madurez empresarial, indicaría —en el mismo sentido que nosotros— LACHMANN, J., *Le financement des stratégies de l'innovation*, Economica, París, 1993, p. 174.

⁽²³⁾ Éste es el título de la noticia del sector de capital-riesgo español fechada el 5 de febrero de 2005 y recogida en <http://www.asci.org/asci/asciweb.nsf> (última consulta: 24/03/2006).

⁽²⁴⁾ *Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* [BOE núm. 281, 23 de noviembre de 2002, pp. 41273-41331 (RCL 2002, 22807)]. El análisis de la mutación que esta Ley ocasionó en el concepto de “capital-riesgo” fue el propósito de un comentario nuestro: GARCÍA MANDALONIZ, M., “Un cambio en la definición de ‘capital-riesgo’: artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera”, *RDBB*, n.º 90, año XXII, abril-junio de 2003, pp. 91-118.

⁽²⁵⁾ BOE núm. 5, de 6 de enero de 1999, pp. 366-375 (RCL 1999, 214).

refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades⁽²⁶⁾ (TRLIS), se atestigua cómo puede continuar la inversión en la empresa participada cuando ésta entra a cotizar en el Primer Mercado de Valores. Tal inversión continuada, no obstante, habrá de ser por un tiempo máximo de tres años, a contar desde la fecha en que se hubiera producido la admisión a cotización, si las ECR desean —y sin duda desean— beneficiarse de los alicientes fiscales que para ellas reserva el artículo 55.1 TRLIS: exención del 99% de las rentas que obtengan en la transmisión de los valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas en que participen⁽²⁷⁾. La entrada a cotización de una empresa que en un principio no cotizaba no implica, pues, la desinversión, sino hasta tres años después.

La excepción a la regla general se ocupa de profundizar en aquella mutación. No se trata ya, como ocurría en los orígenes del capital-riesgo, de invertir en empresas no cotizadas para desinvertir con la entrada a la cotización de éstas. Tampoco de continuar la inversión en empresas que entran a cotizar si antes de la toma de participación temporal no cotizaban. Por el contrario, se trata de invertir en empresas que están cotizando con el propósito expreso de excluirlas de la cotización en un plazo no superior a doce meses. Una vez excluidas, se sanean y se impulsa su crecimiento para después proceder a la desinversión, por ejemplo, con el retorno a la cotización⁽²⁸⁾.

Se produce un cambio de sentido que afecta por completo a la idiosincrasia del capital-riesgo. Se trastoca el andamiaje en el que quedaba sustentada esta actividad financiera. Primero la práctica inversora y, adaptándose a ella, luego la normativa jurídica, han conseguido que la idea original del capital-riesgo, esto es, que en el momento de la desinversión la empresa participada pasara (no siempre) de no cotizada a cotizada, sea, merced a la excepción, una idea trasnochada. Cuando esta excepción se generalice, el objetivo de la inversión del capital-riesgo será la salida de la cotización de la empresa participada. La Bolsa que teóricamente, hasta ahora, ha sido la “salida reina” del capital-riesgo⁽²⁹⁾ se convierte en la “entrada reina” del capital-riesgo.

(26) BOE núm. 61, de 11 de marzo de 2004, pp. 10951-11014 (RCL 2004, 4456); rect. BOE núm. 73, de 25 de marzo de 2004, p. 12947 (RCL 2004, 5402).

(27) Para más detalles acerca de esta exención fiscal vid. *infra*. el subepígrafe II.1.

(28) La desinversión no podrá ser después de tres años, a contar desde la nueva admisión a cotización, si se quiere que la participación no deje de computar en el coeficiente obligatorio de inversión. En otro caso, pasaría a computar dentro del coeficiente de libre disposición (art. 18.Cuatro).

(29) Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 376 y 388.

2. La mutación de la terminología del capital-riesgo: de “private equity” a “public equity”

A medida que varía la esencia de esta actividad económico-financiera hay que ir alterando el vocabulario con que se la designa. Aun sin variaciones en su *nomen iuris*, los expertos en la materia han ido utilizando distintos vocablos y traducciones. Hace tiempo que son reacios a emplear el término “riesgo” con el que se adjetiva a esta actividad, por el rechazo que provoca entre los posibles inversores. Han preferido, por tanto, acuñar los nombres de “capital-inversión”, “capital privado”⁽³⁰⁾ o “inversión en capital”⁽³¹⁾, como traducción del anglosajón “*private equity*”⁽³²⁾. En ocasiones, incluso, han preferido dejar tal cual, sin traducir, dicha expresión⁽³³⁾.

(30) ARRANZ PUMAR, G., “Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”, *DN*, n.º 87, año 8, diciembre de 1997, p. 68, apeló a la traducción literal de la expresión “*private equity*”, esto es, “capital privado”.

(31) Estas expresiones, con mayor difusión cada día, fueron acuñadas, en particular, por MARTÍ PELLÓN, J. en sus siguientes trabajos: “Capital riesgo: una denominación equivoca”, *Boletín de Estudios Económicos*, n.º 156, vol. L, diciembre de 1995, pp. 484-485; *El capital inversión*, op. cit., 215 pp.; “Financiación con recursos propios. Capital Riesgo (*Venture Capital*)”, en MÉNDEZ ÁLVAREZ, J. (dir.), *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*, Madrid, 21-25 de julio de 1997; *Capital riesgo...*, op. cit., p. 7; *Notas técnicas sobre capital riesgo*. Madrid, 2000, p. 9 s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor). En mayor o menor medida se ha hecho uso también de las siguientes denominaciones: “capital fomento”, “capital innovación”, “capital oportunidad”, “capital promoción”, “capital de futuro”, “capital empresario”, “capital aventura”, “capital aventurero”, “capital a riesgo y ventura” o “capital especulativo”. Léase este prolijo listado en CENTRO PARA EL DESARROLLO TECNOLÓGICO E INDUSTRIAL, *Sociedades de Capital Riesgo*, Madrid, 1980, p. 3; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 309; GÓMEZ GRAS, J.M., *Análisis del “Venture Capital” como fuente especial de financiación de las PYME*, tesis doctoral. Universidad de Alicante. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, septiembre de 1985, p. 221.

(32) El *venture capital* es un subsector del *private equity* que, en sentido estricto, acoge exclusivamente las inversiones en empresas que se encuentran en las etapas más tempranas del negocio. No es en el *venture capital stricto sensu* sino en el *development capital* —dentro, asimismo, del *private equity*— donde se incluye la provisión de capitales a empresas maduras con problemas de sucesión familiar (MBO y MBI) o necesidades de reestructuración corporativa (*turnaround*). Vid. EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *Priorities for private equity. Realising Europe’s entrepreneurial potential*, EVCA, Bruselas, abril de 1998, p. 2; EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *European Venture Capital Association EVCA guidelines*, EVCA, Bruselas, mayo de 1999, p. 12.

(33) Hay ocasiones en que ni siquiera se apela a la traducción y se mantiene “*private equity*” en su estado original. MARTÍ PELLÓN, J., “Presente y futuro del capital inversión en España”, *El capital riesgo-capital inversión: una oportunidad para la empresa española*, Madrid, 18-19 de julio de 2000, comentó que era preferible utilizar la expresión anglosajona “*private equity*” que acudir a su traducción en idioma castellano, esto es, “capital inversión”.

A nuestro parecer, son tan acentuados los cambios, que casi sería preferible que el “*private equity*” se llamase “*public equity*”. Tradicionalmente las empresas no financieras participadas pasaban de “*private to public*”, ahora es viable lo inverso, es decir, pasar de “*public to private*”⁽³⁴⁾ (P2P). El binomio “de no cotizada a cotizada” se transforma, vía excepción, en el binomio “de cotizada a no cotizada”. Ahora sí que el capital-riesgo deja de ser arriesgado. Ahora sí que aceptamos, sin matices, el *nomen* (no *iuris*) “capital-inversión”⁽³⁵⁾.

3. La mutación del rumbo de la financiación de capital-riesgo: el abandono de las fases iniciales de desarrollo empresarial

En el trueque de vocablos —y papeles— son las pequeñas y medianas empresas (PYMES) recién constituidas las únicas que pierden. Lo que comenzó como una actividad inversora para financiarlas ha perdido su primigenio rumbo. Sin prisa, pero sin pausa, las ECR han ido desviando su atención de la financiación de las etapas iniciales para fijarla en las etapas de expansión y apalancamiento⁽³⁶⁾. El motivo para este desvío ha sido que el alto riesgo que entraña la inversión en los momentos anteriores e inmediatamente posteriores a la creación de una empresa no se ha visto compensado con unas mayores plus-

(34) La conexión del “*public to private*” o “*going to private*” con las operaciones de *squeeze-out* o *freeze-out* quedó perfectamente delimitada en este estudio: PERALES VISCASILLAS, M.P., “Origen...”, op. cit., pp. 782-786.

(35) En un trabajo nuestro anterior, GARCÍA MANDALONIZ, M., “Un cambio...”, op. cit., p. 97, nos empeñábamos en emplear la expresión “capital-riesgo”, aun sabiendo que “capital inversión” era —y es— la más utilizada en los círculos interesados y comprometidos con la expansión de esta actividad financiera. Nuestro empeño no provenía de la añoranza de tiempos pasados, en los que había sido la expresión más extendida en nuestro país. Nuestros argumentos se colocaban en un plano legislativo: la derogada Ley 1/1999 había acuñado esas palabras (siempre con guión y las dos letras iniciales en mayúsculas) como *nomen iuris* en el título, Exposición de Motivos y articulado; a la par que la regulación comunitaria, donde “capital-riesgo” (usualmente, sin guión y con la preposición “de”) es la expresión empleada. Debido a las importantes variaciones que incorpora la nueva Ley objeto del presente estudio y, en específico, a la posibilidad de invertir en sociedades cotizadas con el fin de excluirlas de la cotización, aquel empeño nuestro va, poco a poco, desapareciendo. No podía ser de otro modo. El riesgo también se va diluyendo.

(36) El gráfico n.º 4 (“Destino de las inversiones por fase de desarrollo”) y los datos que lo acompañan en: MARTÍ PELLÓN, J. y SALAS DE LA HERA, M., *El capital riesgo en España 2004. Private Equity in Spain 2004. Resumen*. Web capital riesgo, ASCRI, abril de 2005, pp. 14-15, son suficientemente expresivos de esta tendencia. Durante 2004 las empresas en fase de expansión o *build-up* acumularon una inversión de 1185,5 millones de euros, lo que

valías en el instante de la desinversión ⁽³⁷⁾. *A contrario*, han sido las inversiones en las fases empresariales más avanzadas que, por su propia naturaleza, conllevan menores riesgos las que han implicado superiores ventajas económicas para estas entidades inversoras y financieras.

El legislador, siempre atento, se ha hecho eco de ello. Resulta curioso cómo ni la Exposición de Motivos ni el articulado de la reciente Ley aluden al tamaño de las empresas a financiar, como tampoco al estado de dificultades financieras por el que atraviesan las empresas financiadas.

La redacción que en 1992 proporcionó el *Real Decreto-Ley 5/1992* ⁽³⁸⁾ al artículo 12.Dos del Real Decreto-Ley 1/1986 sí hizo, en cambio, mención expresa a la dimensión “pequeña o mediana” de las “empresas no financieras [...] que desarrollen actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza, en los términos que reglamentariamente se determinen”.

Antes del año 1992 se había adjetivado a las empresas simplemente como “no financieras”. Era ésta una expresión en exceso amplia que sólo excluía a las empresas que ejercían su actividad en el sector económico financiero. A pesar de su escasa concreción, se volvería a destacar, de nuevo, el concepto de “empresas no financieras” sin conexión alguna con la dimensión empresarial en el *Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio* ⁽³⁹⁾, por el que, una vez más, se revisó aquel Real Decreto-Ley de 1986.

Derogados los artículos 12 a 20 del Real Decreto-Ley 1/1986, la Ley 1/1999 no aludió al tamaño, pero sí a los problemas financieros, en el primer párrafo de su Exposición de Motivos: “*El Capital-Riesgo es una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades pa-*

supuso un 60,3%; las operaciones apalancadas, 671,8 millones de euros, con un porcentaje del 34,2%, frente al 27,6% de 2003 y el 20% de 2002; mientras que las empresas en las primeras fases de desarrollo sólo pudieron acaparar un volumen de inversión de 69,1 millones de euros, con un 18,9% que implica su mínimo histórico. Vid. <http://www.webcapitalriesgo.com> (última consulta: 24/03/2006). Las cifras correspondientes al año 2003 pueden obtenerse, por ejemplo, en el siguiente informe de *Capital & Corporate*: “El año 2003. Análisis de Capital Riesgo”, pp. 6-13 [<http://www.capitalcorporate.com/download/informecr2003.pdf> (última consulta: 24/03/2006)].

⁽³⁷⁾ Para que las inversiones en empresas jóvenes de reducido tamaño ofrezcan las más altas tasas de revalorización y rentabilidad tienen que darse estas cuatro condiciones: un amplio mercado interior, un Mercado de Valores que admita a pequeñas y jóvenes empresas innovadoras, una regulación jurídica flexible y una cultura empresarial enraizada en la sociedad. Vid. MARTÍ PELLÓN, J., *El Capital Inversión en España, 1999 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*, Madrid, 2000, pp. 19-21 y 133.

⁽³⁸⁾ BOE núm. 176, de 23 de julio de 1992, pp. 6099-6103 (RCL 1992, 1641).

⁽³⁹⁾ BOE núm. 283, de 25 de noviembre de 1992, pp. 9398-9402 (RCL 1992, 2497).

ra acceder a otras fuentes de financiación". ¡Qué duda cabe que las empresas más nuevas y pequeñas adolecen, en demasiadas ocasiones, de medios para recurrir a instrumentos de financiación ajena o propia alternativos! ⁽⁴⁰⁾ (No sólo) para ellas podían ser los recursos del capital-riesgo.

La Ley que apenas se ha estrenado ha eclipsado tanto la indicación a la dimensión como la alusión a las dificultades financieras. Con la referencia y definición de las empresas no financieras, no cotizadas o cotizadas, zanja la cuestión en torno a cuáles son las empresas aptas para recibir la financiación del capital-riesgo. A la inversa, ahora se hace hincapié en el inversor y en su dimensión: "inversor minorista". En efecto, el apartado IV, *in fine*, de la nueva Exposición de Motivos expresa el deseo de atraer al inversor minorista hacia el capital-riesgo. La dirección de la perspectiva jurídica del capital-riesgo ha variado desde la pequeña empresa financiada hasta el inversor minorista.

Con esa variación, la financiación a través del capital-riesgo de las pequeñas y medianas empresas, que —no nos cansamos de recalcar— fue el germen que hizo surgir, en la década de los años ochenta, tal actividad financiera en nuestro ordenamiento jurídico, se desvanece definitiva e irremediablemente. En el presente el billete de ida que han adquirido las ECR tiene un destino diverso: las grandes empresas maduras, incluso, cotizadas. En el futuro el billete de vuelta a la financiación de las nuevas PYMES habrán de comprarlo otros inversores privados: los denominados, en terminología anglosajona, "*business angels*" ⁽⁴¹⁾.

(40) Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., "Un cambio...", *op. cit.*, p. 106.

(41) Los *business angels* son empresarios de éxito ya retirados o aún en activo, miembros del órgano de administración de alguna sociedad, científicos, ingenieros, físicos, abogados o, en general, profesionales liberales que dedican una porción de su dinero, tiempo y experiencia a proyectos empresariales innovadores que inician su andadura. Vid. BEYNÓN, K., "Attracting venture capital in Europe", *Scrip Magazine*, octubre de 1998, p. 34; MURPHY, S.L., "Need funding? Look for angels, banks and factoring", *Austin Business Journal*, 18 de abril de 1997, vol. 17, p. 25. Un listado con los porcentajes concretos de las ocupaciones profesionales de los *business angels* se encuentra en este detallado libro sobre su tipología y operativa: GASTÓN, R.J., *Finding private venture capital for your firm: a complete guide*, John Wiley & Sons, 1989, p. 17. Aparte de recursos económicos, resulta muy valioso el asesoramiento financiero, técnico o estratégico que proporcionan a los retoños de empresas de los que no ansían su toma de control. Su contacto es por medios informales, principalmente amigos, personas vinculadas al negocio, bancos o los propios empresarios demandantes. Véase una referencia a estos puntos de contacto informales en GASTÓN, R.J., *Finding private...*, *op. cit.*, pp. 19-20, 37, 80-81, 125 y 130. También en esta labor de contacto intervienen, en ocasiones, agencias especializadas que encuentran el ángel empresarial "perfecto" para cada tipo de empresa. Vid. ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO (ASCRI), "Business Angels: como caídos del cielo", *Boletín de la Asociación Española de Capital Inversión*, primavera-verano de 1997, p. 4.

II. EL BILLETE DE VUELTA DEL CAPITAL-RIESGO: LA INVERSIÓN EN EMPRESAS NO COTIZADAS, PEQUEÑAS Y NUEVAS

Los *business angels* o, en traducción literal al castellano, “ángeles empresariales” o “ángeles financieros”, también conocidos como “inversores particulares privados no oficiales”, encajan sin dificultad en el concepto de “capital-riesgo”, entendido *lato sensu*. Si el capital-riesgo *stricto sensu*, formal, organizado o sistematizado es el que llevan a cabo las ECR, el capital-riesgo *lato sensu*, informal o no organizado acoge en su seno a las operaciones de inversión y financiación que acometen los inversores particulares.

Pese a la existencia de varias plataformas o redes de *business angels* ⁽⁴²⁾, y a diferencia de lo que acontece en otros países de nuestro entorno económico y social ⁽⁴³⁾, en el nuestro no terminan de cuajar las iniciativas y experiencias de estos inversores particulares como medio efectivo y continuado de financiación de los proyectos empresariales más modestos. Debido a que el capital-riesgo formal previsiblemente no va a retornar a sus orígenes financieros, necesariamente hay que apoyar a este otro capital-riesgo, informal, si el anhelo es la búsqueda de remedios eficaces para los graves apuros financieros por los que atraviesan las pequeñas empresas innovadoras en las primeras etapas de desarrollo.

1. *Business angels*: la necesidad de beneficios fiscales *ex-ante* y *ex-post*

El sostén ha de venir de la mano de las autoridades legislativas. No tanto en el terreno jurídico-mercantil como en el fiscal es en el que hay que introducir

⁽⁴²⁾ En España, ARC o Asesoramiento para la Reestructuración del Capital —que fue instaurado, en 1996, conjuntamente por el CIDEM (*Centre d'Informació i Desenvolupament Empresarial*) y la Bolsa de Barcelona como Mercado *Over the Counter* (OTC)— ofrece un servicio de información y contacto entre las jóvenes pequeñas y medianas empresas prometedoras y los inversores de capital. Vid. http://www.borsabcn.es/borsabcn/navegacion.nsf/vweb/bmerc_py_esp?OpenDocument (última consulta: 24/03/2006). Aparte, hay que destacar la iniciativa UNIBAN (*University Business Angels Network, Red de Inversores Privados*) por ser la primera red de *business angels* impulsada por una Universidad pública española, en particular, por la *Universidade de Santiago de Compostela* (USC). Vid. <http://www.uniban.org/> (última consulta: 24/03/2006). Asimismo, la Fundación Privada para el Fomento de las Redes de *Business Angels* en España, inscrita en el Registro de Fundaciones merced a la *Orden CUL/1754/2005, de 20 de mayo* [BOE núm. 140, 13 de junio de 2005, pp. 20208-20209 (RCL 2005, 9957)].

⁽⁴³⁾ El capital-riesgo no organizado procedente de particulares se ha extendido como la pólvora en los países anglosajones. Tanto en EE.UU. como en el Reino Unido desempeñan un *rol* primordial en la financiación de empresas recientes que todavía no son atractivas para las ECR.

novedades en este apartado. Los *business angels* están ávidos de incentivos fiscales. Nunca han faltado, en cambio, beneficios fiscales para las ECR. Siempre ha habido una exención parcial —según el año de transmisión, computado desde el momento de la adquisición— en el Impuesto sobre Sociedades (IS) de las rentas o plusvalías que las ECR obtienen en la transmisión de acciones y participaciones en el capital de las empresas participadas.

A) Beneficios fiscales *ex-post*: exención parcial al modo de la existente para las entidades de capital-riesgo

El Real Decreto-Ley 1/1986 permitió una exención del 50% si el año de enajenación era el décimo, del 75% si eran los tres primeros años o el noveno, del 95% los años sexto a octavo, y del 99% el cuarto y quinto. Del undécimo año en adelante no se aplicaba ninguna exención. Esta escala de coeficientes de exención según el año de enajenación ha ido sufriendo desde entonces una marea de revisiones.

El artículo 8.3 del Real Decreto-Ley 5/1992 —y de la Ley 28/1992⁽⁴⁴⁾— eliminó la exención parcial de las plusvalías durante los dos primeros años y redujo los coeficientes distintos a tres: 50% para el noveno y décimo año, 80% para el séptimo y octavo, y 99% para los años tercero a sexto. El Real Decreto-Ley 7/1996 volvió a introducir cambios en este ámbito: uniformizó los coeficientes al 99% desde el tercero hasta el décimo año; por lo que no primó, durante dicho período temporal, unos años en perjuicio de otros. El número dos de la Disposición Adicional segunda de la Ley 1/1999 indicó, en una primera versión, que la exención en el tributo sería del 99% desde el tercer año hasta el duodécimo, ambos inclusive. Otra revisión llegó a través del artículo 7 de la Ley 6/2000⁽⁴⁵⁾ que —en el mismo sentido que el artículo 6 del Real Decreto-Ley 3/2000⁽⁴⁶⁾— amplió en un año el plazo para la bonificación de las rentas obtenidas. La exención era del 99% desde el inicio del segundo año hasta el duodéci-

(44) Ley 28/1992, de 24 de noviembre, de ordenación económica-Presupuestos del Estado. Medidas presupuestarias urgentes [BOE núm. 283, de 25 de noviembre de 1992, pp. 9398-9402 (RCL 1992, 2497)].

(45) Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban las medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa [BOE núm. 299, de 14 de diciembre de 2000, pp. 6884-6901 (RCL 2000, 2852)].

(46) Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa [BOE núm. 151, de 24 de junio de 2000, pp. 3893-3902; rect. BOE núm. 181, de 29 de julio de 2000, p. 4795 (RCL 2000, 1401; 2000, 1716)].

mo (“sistema campana”), por lo que no se aplicaba exención ni en el primer año ni a partir del duodécimo. Mediante un futuro desarrollo reglamentario en el que se determinaran los supuestos, condiciones y requisitos de dicha excepción, se abría la puerta a la ampliación excepcional de ese período hasta el decimo-séptimo año.

Desde la aprobación, en el año 2004, del TRLIS, su artículo 55.1 dispuso que las ECR estarían exentas en el 99% de las rentas que obtuvieran en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas en que participaran, siempre que la transmisión se produjera a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición y hasta el decimoquinto, inclusive. Excepcional y reglamentariamente podía admitirse una ampliación de este último plazo hasta el vigésimo año. Como excepción de este supuesto excepcional, no se aplicaría la exención en el primer año y a partir del decimoquinto.

La naciente Ley mantiene en su Disposición Final primera la redacción de este artículo 55.1 TRLIS. Ahora bien, incorpora una limitación en el nuevo apartado sexto de este artículo 55, al señalar que no resultará de aplicación el apartado primero “*cuando la persona o entidad adquirente de los valores esté vinculada con la entidad de capital riesgo o con sus socios o partícipes*”. Esta limitación —que ya ha sido muy criticada por los especialistas en la materia⁽⁴⁷⁾— lleva implícito un doble efecto perverso sobre las desinversiones en forma de cesión privada: de un lado, desincentiva las ventas secundarias o “*secondary buy-out*”, es decir, las operaciones de compraventa de empresas entre dos ECR; y, de otro, también desincentiva la co-inversión con inversores industriales que podrían llegar a convertirse en compradores de la empresa que pone a la venta la ECR.

Bien que con limitaciones y alteraciones porcentuales, la exención parcial en el IS se confirma para las ECR cada vez que se efectúan revisiones en la normativa que regula el capital-riesgo. Esto no halla correspondencia alguna en el ámbito de los *business angels* como inversores particulares. Es urgente implantar medidas fiscales que incentiven a éstos para que su inversión sea financiación para las empresas innovadoras que están en las fases de desarrollo iniciales y que hace tiempo que no reciben los recursos de las ECR.

(47) Vid., en particular, MARTÍ PELLÓN, J., “La nueva regulación del capital riesgo”, *Cinco Días*, 11 de marzo de 2005 (sección Opinión).

B) Beneficios fiscales *ex-ante*: la “cuenta-ahorro innovación” al modo de la “cuenta-ahorro vivienda” y la “cuenta-ahorro empresa”

El apoyo de la fiscalidad debería ser *ex-ante* y *ex-post*. *Ex-post*, al modo de las exenciones que hemos visto se aplican a las transmisiones de los valores representativos de la toma de participación de las ECR en las empresas. *Ex-ante*, al modo de la cuenta-ahorro vivienda o de la cuenta-ahorro empresa. Los beneficios fiscales posteriores no requerirían mayor precisión que la referida al tipo de Impuesto sobre el que recae la exención: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), en vez de IS, si es persona física. Los beneficios fiscales anteriores que desde aquí se proponen creemos que requieren, en cambio, una breve explicación.

Huelga recordar que el propósito de la cuenta-ahorro vivienda es facilitar la primera adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual. Para ello, una o varias personas físicas residentes abren en una entidad de crédito una cuenta corriente dedicada en exclusiva a esta finalidad. El titular o los titulares en el plazo de los cuatro años anteriores —cinco años para cuentas abiertas antes del 1 de enero de 1999— a la adquisición o rehabilitación de la vivienda pueden deducirse en la declaración del IRPF el 15% de las cantidades aportadas, con el límite de nueve mil quince euros con dieciocho céntimos anuales. Si luego al adquirir o rehabilitar se empleara financiación ajena las deducciones alcanzarían, durante los dos primeros años, el 25% sobre los primeros cuatro mil quinientos siete euros con cincuenta y nueve céntimos, y el 15% sobre el exceso hasta los nueve mil quince euros con dieciocho céntimos. Con posterioridad, los porcentajes de deducción serían 20% y 15%, respectivamente (arts. 69 y 79 del *Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*⁽⁴⁸⁾).

También conocida, aunque de aparición más tardía, es la cuenta-ahorro empresa. Su único objetivo es emplear el ahorro en la constitución de la sociedad limitada nueva empresa, que la *Ley 7/2003, de 1 de abril*⁽⁴⁹⁾, configuró como especialidad de la sociedad de responsabilidad limitada. Complementando la Disposición Adicional decimotercera de esta Ley del año 2003, el artícu-

(48) BOE núm. 60, de 10 de marzo de 2004, pp. 10670-10721 (RCL 2004, 4347); rect. BOE núm. 61, de 11 de marzo de 2004, p. 11014 (RCL 2004, 4457).

(49) BOE núm. 79, 2 de abril de 2003, pp. 12679-12689 (RCL 2003, 6586). Un resumen, a modo de esquema, con los elementos fundamentales que aporta esta Ley 7/2003 encontrará el lector interesado en FERNÁNDEZ AGUADO, J., “Ley 7/2003, de 1 de abril, Sociedad Limitada Nueva Empresa”, *DN*, junio de 2003, n.º 153, año 14, pp. 75-77; GÓMEZ PORRÚA, J.M., “Desarrollo normativo de la Ley 7/2003, de 1 de abril, de la Sociedad Limitada Nueva Empresa

lo 1.Dos del *Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril, de medidas de reforma económica* ⁽⁵⁰⁾, estableció una deducción en el IRPF del 15%, con un límite de nueve mil euros anuales, para las cantidades depositadas durante un plazo de cuatro años en una entidad de crédito que se apliquen a la constitución de una SLNE, siempre que se cumplan estas cuatro condiciones: el mantenimiento de la actividad económica en que consista el objeto social, la dedicación de uno o más locales exclusivamente a la gestión de la actividad, la contratación de un empleado laboral a tiempo completo, y la permanencia en el patrimonio de la sociedad de los activos en los que se hubiera materializado el saldo de la cuenta.

Mutatis mutandis, podrían tomarse las dos anteriores cuentas-ahorro como ejemplos ilustrativos para idear una “cuenta-ahorro inversión en innovación” o, sencillamente, una “cuenta-ahorro innovación”. En ella los inversores particulares aportarían cantidades con destino a la toma de participación temporal en pequeñas empresas no cotizadas, innovadoras y de nueva creación. Al igual que las anteriores cuentas, también ésta estaría sujeta a deducción fiscal en el IRPF. Al contrario de las otras, convendría no fijar un tope cuantitativo bajo para las cantidades anuales con derecho a deducción. Asimismo, sería útil que los beneficios fiscales no se restringieran a la primera inversión y que el plazo de la deducción se fuera renovando con cada inversión. A cambio el inversor tendría que mantener su inversión en la nueva empresa durante varios años ⁽⁵¹⁾.

Sólo con incentivos *ex-ante* y *ex-post* del estilo de los anunciados podrá retomarse la financiación, vía capital-riesgo informal, de empresas en las que la inversión es de alto riesgo. El billete de vuelta a la financiación de las PYMES se encuentra a disposición de estos *business angels*.

por la que se modifica la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, *DN*, julio-agosto de 2003, n.º 154-155, año 14, pp. 29-30. Acerca del (rígido) régimen jurídico que instaura esta Ley del año 2003 para la SLNE, puede leerse el siguiente trabajo crítico de quien ahora escribe estas líneas: “Dos razones para la aparición y desaparición de la Sociedad Limitada Nueva Empresa”, *Revista CEFLEGAL*, n.º 51, abril de 2005, pp. 11-44.

⁽⁵⁰⁾ BOE núm. 100, de 26 de abril de 2003, pp. 16223-16238 (RCL 2003, 8589).

⁽⁵¹⁾ Antes que nosotros, MARTÍ PELLÓN, J. destacó en una entrevista —publicada en <http://www.magazine-hazlo.com/wsmi-2mpellon.htm> (última consulta: 24/03/2006) y elogiada en <http://www.magazine-hazlo.com/www-articulos-1.htm> (última consulta: 24/03/2006)— la necesidad y viabilidad de desgravar fiscalmente las inversiones de los particulares en nuevas empresas no cotizadas, siempre que éstas se mantuvieran durante, por ejemplo, tres años.

2. Entidades públicas de capital-riesgo: la necesidad de complemento con las entidades privadas de capital-riesgo

También ponemos el billete de vuelta a disposición de las entidades públicas regionales⁽⁵²⁾, nacionales⁽⁵³⁾ o comunitarias⁽⁵⁴⁾. Si nos remontáramos al origen del capital-riesgo en España —al igual que al de otros países europeo-continenciales— observaríamos cómo las financiaciones de los inicios empresariales tuvieron una marcada impronta pública. Con el propósito de llevar capitales y ayuda a las PYMES se configuró una actividad de capital-riesgo guiada

(52) Desde la Administración autonómica española se han puesto en marcha algunos Fondos de Capital-Riesgo dirigidos a las PYMES innovadoras en sus primeras etapas. El primer caso fue “IVERMURCIA CAPITAL” que, con aportación pública mayoritaria, a través del Instituto de Fomento (INFO) murciano, se creó con el objeto de dar apoyo a los proyectos empresariales de la región con dificultades de acceso a líneas financieras convencionales.

(53) En el mes de enero de 2005 el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio anunció que había encomendado al Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) la creación y coordinación de una SCR, puesta en marcha en enero de 2006, para financiar la etapa de arranque de proyectos empresariales innovadores de base tecnológica, amén de las empresas del Ibex 35 con cierta orientación tecnológica. Vid. esta noticia en: <http://www.ascr.org/ascr/ascrweb.nsf> (última consulta: 24/03/2006).

(54) Organismo comunitario que facilita la actividad de capital-riesgo para las PYMES es el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), adoptado en virtud del Consejo Europeo de Edimburgo de diciembre de 1992 y creado en junio de 1994. Con los recursos presupuestarios que obtiene en un 60% del Banco Europeo de Inversiones (BEI), en un 30% de la Comisión Europea y en un 10% de treinta y cuatro instituciones financieras, el FEI financia mediante tomas de participación —vía Fondos de Capital-Riesgo— a las empresas pequeñas de orientación y explotación tecnológica que se mueven en el entorno de la Economía del crecimiento, la innovación y la sociedad de la información. Con esta finalidad, el FEI ha administrado durante el período 2001-2005 el mecanismo “Plan de ayuda inicial del MET (Mecanismo Europeo para las Tecnologías)” o “MET-Lanzamiento de Empresas”, que se engloba —codo con codo con el “Mecanismo de Garantía PYME” y el “*Joint European Venture*” (JEV)— en la *Iniciativa para el Crecimiento y el Empleo* (DO L 155, 29 de mayo de 1998, pp. 43-52); surgida como respuesta a las discusiones de los Jefes de Estado y de Gobierno en la Cumbre extraordinaria sobre el empleo, que se celebró en Luxemburgo los días 20 y 21 de noviembre de 1997. El MET ha recibido el apoyo del *Programa plurianual a favor de la empresa y el espíritu empresarial, en particular para las PYMES (2001-2005)* (DO L 333, 29 de diciembre de 2000, pp. 84-91). Precisamente, éste es uno de los Programas que se integrará en el *Programa Marco de Competitividad e Innovación (2007-2013)* (PCI o, en inglés, CIP) [COM (2005) 121 final, 6 de abril de 2005, 96 pp.], en caso de ser definitivamente aprobado. En su seno se instaura el mecanismo financiero para las PYMES innovadoras y de rápido crecimiento (MIC), que gestionará el FEI en nombre de la Comisión Europea. EL MIC constará de dos capítulos: MIC 1 invertirá en fondos especializados de capital-riesgo para cubrir las inversiones de la fase inicial, esto es, de la financiación de siembra y de puesta en marcha; mientras, MIC 2 cubrirá las inversiones de la fase de expansión de las empresas con gran potencial de crecimiento.

por el sector público. Poco a poco el sector privado fue ganando terreno hasta convertirse a principios de los años noventa en líder indiscutible. Ya sabemos que este liderato fue alcanzándose a costa de dejar al margen las inversiones en pequeñas y recientes empresas. Las ECR públicas deben ahora (re)dirigir sus esfuerzos hacia las empresas, nacies, que no reciben el apoyo de las ECR privadas⁽⁵⁵⁾. Concentrarse en el sector en el que ya están las entidades privadas supone duplicar y, por ende, despilfarrar recursos públicos innecesariamente. La especialización de la inversión pública allí donde no llega la privada ha de ser la única vía a seguir⁽⁵⁶⁾.

III. UN BILLETE DE IDA Y OTRO DE VUELTA: EL IMPULSO DEL PRIMER, SEGUNDO Y NUEVO MERCADO DE VALORES

La concurrencia eficiente de los entes públicos con los *business angels* —siempre que éstos, recordemos, reciban apoyo fiscal— en la financiación de empresas de reducido tamaño y corto historial, pero fuerte potencial, podría —si es que se puede— contribuir al despegue del Segundo Mercado de Valores.

El Segundo Mercado bursátil se creó para pequeñas empresas innovadoras o en declive que precisaban la inyección de capitales para, respectivamente, llevar a cabo sus novedosos proyectos o superar las situaciones críticas por las que atravesaban. Las menores exigencias del Segundo Mercado —tanto del de

(55) No estaría de acuerdo con nuestra propuesta de activar el capital-riesgo público para las pequeñas nuevas empresas GARCÍA ECHEVARRÍA, S. a la vista de los comentarios sobre las fuentes de financiación del capital-riesgo y, en particular, sobre el papel del Estado en la configuración de esta actividad que introdujo en el siguiente análisis: “Configuración del capital-riesgo en la economía española”, *Esic-Market*, enero-marzo de 1985, pp. 201 y 203-204. Tampoco DONGES, J.B., “La revitalización de la Economía a través de la creación de nuevas empresas”, en AA.VV., *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*. Madrid, 3 y 4 de abril de 1984, Instituto de Empresa, Madrid, 1984, pp. 114-115, quien —por razones de burocracia, ineficiencia y desventajas informativas— afirmó, sobre esta materia, que: “El Estado no debiera actuar de forma directa en la gestión de las empresas prestatarias”.

(56) En esta dirección, la Comisión Europea no pasó por alto —en la Comunicación acerca de las propuestas para proseguir el desarrollo del Plan de Acción del Capital-Riesgo (PACR) [COM (1999) 493 final, 20 de octubre de 1999, p. 7]— la posibilidad de diseñar una financiación pública directa no falseadora de la competencia, no distorsionadora del mercado de capital-riesgo, complementaria y catalizadora de la financiación privada para las empresas en fase inicial. Esta idea tuvo eco en GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 343-344; GEOFFRON, P., “Le financement des PMES innovatrices: l'exemple américain”, *Revue Française de Gestion*, n.º 84, junio-julio-agosto de 1991, pp. 133, 135; MARTÍ PELLÓN, J., “Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 67, 1999, p. 29; del mismo autor, J., *El Capital Inversión...*, op. cit., pp. 57 y 134.

Barcelona ⁽⁵⁷⁾ como del oficial ⁽⁵⁸⁾— en comparación con las del Primer Merca-

⁽⁵⁷⁾ El Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona existe *de facto* desde el 22 de diciembre de 1982. *De facto*, porque no posee ni reconocimiento ni regulación oficial. Que su operativa no se halle bajo el imperio de un Reglamento oficial no significa que no esté sometida a un conjunto de normas. En concreto, a las normas aprobadas por la Junta Sindical de la Bolsa de Comercio de Barcelona y de su Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa, en sesión de 21 de abril de 1982; con base en los artículos 161 y 162 del Reglamento General de Bolsas (RGB), aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio [BOE núm. 168, de 15 de julio de 1967, pp. 1473-1491; rect. BOE núm. 191, de 11 agosto de 1967, p. 1704 (RCL 1967, 1370; 1967, 1589)]. Trescientos mil quinientos seis euros como capital social desembolsado mínimo; seis millones diez mil ciento veintiún euros o tres millones cinco mil sesenta euros como capital social desembolsado máximo si aludimos a los valores de renta variable o a los de renta fija, respectivamente; un número de accionistas u obligacionistas nunca inferior a veinte; y cotización de las acciones u obligaciones en, al menos, una sesión al trimestre son los requisitos cuantitativos diferenciales de este Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona. Vid. ANTÚNEZ XAUS, J.M., “Alternativas que ofrece la Bolsa de Barcelona para la financiación de las pequeñas y medianas empresas: El segundo mercado para P.M.E. y el mercado de pagarés de empresa”, *CEAM. Revista de Economía Industrial*, n.º 178, mayo-junio de 1983, pp. 30-33; ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R. y CORONA, J.F., *El segundo mercado: Una fuente de financiación para la pyme*, Edicions Gestió 2000, Barcelona, diciembre de 1999, pp. 74-81; BOLSA DE BARCELONA, “Los Mercados organizados de títulos no admitidos a contratación oficial en el marco de las Bolsas de Valores”, *Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona*, n.º 78, año XXIII, abril de 1984, pp. 160-164; CLAVER CORTES, E. y GÓMEZ GRAS, J.M., “Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”, *AF*, n.º 3, 12-18 enero de 1987, p. 124; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 384-385; HIERRO ANIBARRO, S., *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*, Civitas, Madrid, 2001, pp. 204-209; MARTÍNEZ CERREZO, R., “El Segundo Mercado”, en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (dir.), *Curso de Bolsa. I*, Ariel, 1992, pp. 281-288, Barcelona; PLANASDEMUNT GUBERT, J., “El Segundo Mercado”, *Horizonte Empresarial*, febrero de 1987, n.º 1968, p. 21; del mismo autor, Prólogo, en, ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R.; CORONA, J.F., *El segundo mercado: Una fuente de financiación para la pyme*. Barcelona: Edicions Gestió 2000, diciembre de 1999, p. 9; SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles”, *RDBB*, n.º 75, año XVIII, julio-septiembre de 1999, p. 144; SOTELO NAVALTROPO, J., *El capital-riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*, tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias económicas y Empresariales, 1988, p. 497; SUBIRÁ LOBERA, E., *Los “Segundos Mercados” de Valores. Presente y futuro del Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona*, tesis doctoral, Universidad de Barcelona, Departamento de Técnicas Empresariales, 1990, pp. 150-152.

⁽⁵⁸⁾ El Segundo Mercado oficial encontró regulación en el *Real Decreto 710/86, de 4 de abril* [BOE núm. 90, de 15 de abril de 1986, pp. 2417-2419 (RCL 1986, 1142)]. Este Real Decreto de creación del Segundo Mercado (RDSM) se vería acompañado cinco meses después por la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de septiembre de 1986 (OSM)* [BOE núm. 238, de 4 de octubre de 1986, pp. 6458-6461; rect. BOE núm. 260, de 30 de octubre de 1986, p. 6676 (RCL 1896, 3087; 1986, 3317)]. De manera complementaria, en lo no dispuesto específicamente, regiría también el RGB. Las condiciones para la admisión a cotización en este Segundo Mercado resultan, en una rápida ojeada, adecuadas a las características de las PYMES. Las socie-

do o Mercado de Valores principal ⁽⁵⁹⁾, lo hicieron apto para las empresas de limitada magnitud.

Sin embargo, la iliquidez, la opacidad derivada de la ausencia de transparencia informativa y el tratamiento fiscal poco incentivador se convirtieron pronto en las causas que provocaron que el Segundo Mercado esté muerto en vida ⁽⁶⁰⁾. La reactivación de este Mercado pasa antes por incentivar el capital-riesgo informal que financie a las empresas que, por su temprana etapa de de-

dades que aspiran a cotizar en él deben solicitar, a la CNMV y a la Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente, la admisión de sus valores. Para ello, dice el artículo 2 de la OSM que habrán de acompañar a su solicitud varios documentos con la justificación de la personalidad del solicitante [letra a)], el correspondiente certificado del acuerdo tomado en Junta General y Consejo de Administración sobre la conveniencia de solicitar la admisión [letra b)], la escritura de constitución [letra c)], los Estatutos [letra d)] y la justificación de la inscripción obligatoria en el Registro Mercantil (RM) [letra h)], la certificación de que la sociedad se halla al corriente del pago de los dividendos activos acordados [letra g)], la certificación de la inscripción del empréstito en el RM cuando se trate de la emisión de obligaciones, bonos o títulos análogos [letra e)], y el ejemplar del título-valor a que se refiere la solicitud de admisión [letra f)]. El cumplimiento de los siguientes requisitos cuantitativos se hace, además, ineludible: la posesión de un capital mínimo desembolsado y unas reservas efectivas no inferiores a ciento cincuenta mil doscientos cincuenta y tres euros [art. 3.a) RDSM y OSM], el goce de una auditoría completa de la sociedad por expertos reconocidos [art. 3.c) RDSM y OSM], y la suscripción de un contrato con una sociedad de contrapartida que facilite la oferta de títulos y dinero al Mercado [arts. 3.d) RDSM y 5 OSM]. Contráste-se con las superiores condiciones mínimas para la admisión en el Mercado de Valores principal: un millón doscientos dos mil veinticuatro euros de capital social mínimo distribuido entre, al menos, cien accionistas con menos de un 25% de participación con el objetivo de que exista una difusión mínima de valores que facilite liquidez [art. 32.1.a) y b) RGB].

⁽⁵⁹⁾ Conforme al artículo 32.1 del Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por *Decreto 1506/1967, de 30 de junio* [BOE núm. 168, de 15 de julio de 1967, pp. 1473-1491; rect. BOE núm. 191, de 11 de agosto de 1967, p. 1704 (RCL 1967, 1370; 1967, 1589)] —en la redacción del *Real Decreto 1536/1981, de 13 de julio* [BOE núm. 179, de 28 de julio de 1981, pp. 2715-2719; rect. BOE núm. 235, de 1 de octubre de 1981, p. 3663 (RCL 1981, 1783; 1981, 2334)]—, son tres los requisitos de admisión a cotización de las acciones de una sociedad en el Mercado de Valores principal. El primero, un capital social mínimo de un millón doscientos dos mil veinticuatro euros [ap. a)], sin que se tenga en cuenta la parte del capital correspondiente a accionistas que, directa o indirectamente, posean una participación igual o superior al 25% [ap. b)]; el segundo, cien accionistas, como mínimo, con una participación individual inferior al 25% del capital [ap. f)]; y el tercero, beneficios, en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un período de cinco, que hayan sido suficientes para repartir un dividendo de, al menos, un 6% del capital social desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos y dotadas las reservas legales [ap. c)].

⁽⁶⁰⁾ El goteo de nuevas entidades emisoras en los Segundos Mercados españoles apenas ha sido perceptible. En el año 1998 ocho valores cotizaban en el Segundo Mercado de la Bolsa de Bilbao y dos en el de la Bolsa de Valencia. Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe anual sobre los Mercados de Valores, 1997*, CNMV, Madrid, 1998,

sarrollo empresarial, quedan relegadas en el olvido del capital-riesgo formal. El Segundo Mercado sería para el capital-riesgo informal lo que nunca logró ser para el capital-riesgo formal: la “salida reina”, de la que tuvimos ocasión de hablar con anterioridad.

Si el impulso del Segundo Mercado corre a cargo de los *business angels* y las entidades públicas de capital-riesgo, el fomento del Primer Mercado de Valores y del segmento especial de negociación ⁽⁶¹⁾ para valores tecnológicos, llamado “Nuevo Mercado” ⁽⁶²⁾, está en manos de las ECR privadas que invierten en grandes empresas maduras para después lanzarlas a la cotización bursátil, o ahora también para expulsarlas de esa cotización.

p. 168; PALÁ LAGUNA, R., “El Segundo Mercado de Valores. ¿Una reforma pendiente?”, *RDBB*, n.º 75, año XVIII, julio-septiembre de 1999, p. 94. En el Segundo Mercado de la Bolsa de Madrid, a modo de ejemplo, durante el año 1996 una sola compañía (Fastibex) comenzó a negociar (el día 16 de septiembre) sus acciones en él. Consúltense la referencia en GARCÍA COTO, D.J., “La Bolsa española: ¿año 1 de una nueva etapa?”, *AF*, n.º monográfico, primer trimestre 1997, p. 34. En 1997 otra sociedad (Urbar Ingenieros) entró (el 5 de septiembre) en este Segundo Mercado. Unidas a Aegis, Agrofuse e Ibersuizas, el 5 de enero de 1998 (según el Boletín de la Bolsa de Madrid) eran cinco las entidades cuyas acciones se contrataban en el Segundo Mercado de la Bolsa de Madrid. No ha sido muy distinta la situación en el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona. “*Lánguida vida*”, la del Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona, diría en el año 1986 el MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA, “El segundo mercado de la Bolsa española”, *ICE. Boletín Económico*, n.º 2055, 20-26 de octubre de 1986, pp. 3416 y 3418. Desde su fundación hasta 1986 logró atraer los valores de tan sólo diecisiete sociedades, con un capital total aproximado de tres mil quinientos dieciséis millones de pesetas. A 31 de diciembre de 1988 eran veinticinco. Entre 1995 y 1997 muchas de las compañías que allí cotizaban (Simón, Casademont, Industrias Luminotécnicas, Porcelanosa o Dusen) decidieron abandonar. En diciembre de 1998 una entidad de seguros (Fiat) vio admitidos sus valores a cotización. Esta entrada, sin embargo, no pudo frenar el ritmo de caída que ya venía sufriendo este Mercado. Al respecto, vid. ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R. y CORONA, J.F., *El segundo mercado...*, op. cit., p. 79; CLAVER CORTES, E. y GÓMEZ GRAS, J.M., “Promoción empresarial...”, op. cit., pp. 124-125; GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., p. 419; MARTÍNEZ CÉREZO, R., “El Segundo...”, op. cit., p. 285; SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La nueva orientación...”, op. cit., p. 144; SOTELO NAVALTROPO, J., *El capital-riesgo...*, op. cit., p. 501; SUBIRÁ LOBERA, E., *Los “Segundos Mercados”...*, op. cit., p. 159.

(61) CASTILLA CUBILLAS, M., *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*, Civitas, Madrid, 2001, p. 306, definió el concepto de “segmento especial de negociación” como un concepto funcional, adoptado para eludir los obstáculos de la puesta en marcha de un Mercado de Valores oficial independiente de los ya creados.

(62) La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999 [BOE núm. 312, de 30 de diciembre de 1999, pp. 8200-8201 (RCL 1999, 3250)] creó el Nuevo Mercado. Amén de esta Orden ministerial, la Circular 1/2000, de 9 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores [BOE núm. 41, 17 de febrero de 2000, pp. 1528-1529 (RCL 2000, 465)] y la Circular 2/2000, de 13 de abril, de la Sociedad de Bolsas, pronto sustituida por la Circular 7/2000, de 12 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas, forman los pilares del cuadro

La secuencia teórica que se formula como conclusión final es fácil de inferir. Primero, con la nueva Ley las empresas grandes, incluso las cotizadas, tendrán asegurados los recursos de las ECR privadas, quienes, a su vez, se encargarán de potenciar el Primer y Nuevo Mercado bursátil. Segundo, habrá que implantar beneficios fiscales capaces de incentivar las inversiones de los *business angels* en las nuevas empresas. Tercero, a la hora de desinvertir, tanto estos *business angels* como las ECR públicas podrán contar con el Segundo Mercado de Valores que, al reforzarse, fomentará más inversiones en empresas nuevas y pequeñas. La práctica podrá, en su caso, confirmar nuestra teoría. De cualquier modo, la experiencia del Mercado Financiero sirve al legislador español para distribuir los caminos de la inversión, la financiación y la desinversión del capital-riesgo formal e informal. Son caminos unidireccionales: uno, el formal, es de ida; otro, el informal, es de vuelta.

IV. BIBLIOGRAFÍA

ALCALÁ OLID, F., “La gestión del capital-riesgo en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 67, 1999.

ANTÓN, Y., “El capital-riesgo como alternativa financiera”, *AF*, n.º 8, agosto de 1998, año III.

ANTÚNEZ XAUS, J.M., “Alternativas que ofrece la Bolsa de Barcelona para la financiación de las pequeñas y medianas empresas: El segundo mercado para P.M.E. y el mercado de pagarés de empresa”, *CEAM. Revista de Economía Industrial*, n.º 178, mayo-junio de 1983.

jurídico singular en la materia. El Nuevo Mercado es —conforme indica el párrafo segundo de la Exposición de Motivos de la Orden— para empresas que pertenecen “a un sector tecnológicamente puntero a nivel de producto o a nivel de proceso productivo, con un ciclo económico o un mercado potencial sujeto a la incertidumbre de lo novedoso”. La tutela de los inversores es una de las preocupaciones básicas. La transparencia en la información es garantía de protección del inversor. Por eso, las Bolsas difunden de manera diferenciada la información general y especial que exigen a las sociedades emisoras. Las entidades tecnológicas que se disponen a negociar en un Nuevo Mercado deben mencionar de manera específica este aspecto en el folleto informativo y en toda la publicidad (incluido el tríptico) de la oferta pública de venta de valores (OPV). Una vez que los valores han sido admitidos a cotización, las sociedades emisoras están obligadas a incluir también dicha mención en la información pública periódica, en las Cuentas Anuales y en cualquier folleto informativo ulterior. Asimismo, como mínimo una vez al año, han de informar, como hecho relevante, de la marcha y evolución del negocio y de sus expectativas futuras. Vid., *ad ex.*, GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación...*, op. cit., pp. 431-436; GARCÍA MANDALONIZ, M., “Nuevos Mercados bursátiles para valores tecnológicos: aperturas y cierres”, *RCE*, n.º 36, marzo de 2003, pp. 39-46; GARCÍA MANDALONIZ, M., “Neuer Markt 1997-2003: de una apertura eufórica a un agónico cierre”, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, vol. 13, 2003, pp. 187-192; HIERRO ANIBARRO, S., *El Nuevo Mercado...*, op. cit., pp. 296-313.

ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R., y CORONA, J.F., *El segundo mercado: Una fuente de financiación para la pyme*, Edicions Gestió 2000, Barcelona, diciembre de 1999.

ARRANZ PUMAR, G., “Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”, *DN*, n.º 87, diciembre de 1997.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO (ASCRI), “Business Angels: como caídos del cielo”, *Boletín de la Asociación Española de Capital Inversión*, primavera-verano 1997.

AURIOLES MARTÍN, A., “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *RDBB*, n.º 51, año XII, julio-septiembre de 1993.

— “Los leveraged-buy-out y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995.

BENEYTO, J.M. y PUENTE, J., *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde una perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, Instituto de Estudios Europeos, Madrid, 2005, n.º 2.

BERTONÈCHE, M. y VICKERY, L., *Le capital risque*, Presses Universitaires de France, París, marzo de 1987.

BESSIS, J., *Capital-risque et financement des entreprises*, Economica, París, 1988.

BEYNON, K., “Attracting venture capital in Europe”, *Scrip Magazine*, octubre de 1998.

BOLSA DE BARCELONA, “Los Mercados organizados de títulos no admitidos a contratación oficial en el marco de las Bolsas de Valores”, *Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona*, n.º 78, año XXIII, abril de 1984.

BROPHY, D., “United States venture capital markets: changes and challenges”, en OCDE, *Venture Capital and Innovation*, París, 1996.

CANO GUILLÉN, C.J. y CAZORLA PAPIS, L., “El modelo andaluz de capital riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional”, *Revista de Estudios Regionales*, n.º 51, 2.ª época, mayo-agosto de 1998.

CASTILLA CUBILLAS, M., *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*, Civitas, 2001, Madrid.

CENTRO PARA EL DESARROLLO TECNOLÓGICO E INDUSTRIAL, *Sociedades de Capital Riesgo*, Madrid, 1980.

CLARK, R.C., *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston, 1986.

CLAVER CORTES, E. y GÓMEZ GRAS, J.M., “Promoción empresarial, capital riesgo y segundo mercado bursátil”, *AF*, n.º 3, 12-18 enero de 1987.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe anual sobre los Mercados de Valores. 1997*, CNMV, Madrid, 1998.

DONGES, J.B., “La revitalización de la Economía a través de la creación de nuevas empresas”, en AA.VV., *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid, 3 y 4 de abril de 1984*. Instituto de Empresa, Madrid, 1984.

EIZAGUIRRE, J.M. de, *Derecho Mercantil*, 3.ª ed., Civitas, Madrid, 2001.

EGÜEZ, J.A., “Squeeze-outs en el Derecho Peruano”, *Advocatus, nueva época*, n.º 8, agosto de 2003.

— “El capital riesgo está frenando las salidas de empresas a Bolsa”, *El Mundo*, 20 junio de 2005, n.º 5669, año XVII (sección Economía).

— “El capital riesgo rompe moldes en los nuevos primeros meses”, *Expansión*, 19 de octubre de 2005, n.º 5851, año XX, p. 12 (sección Empresas).

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *Priorities for private equity. Realising Europe’s entrepreneurial potential*, EVCA, Bruselas, abril de 1998.

— *European Venture Capital Association EVCA guidelines*, EVCA, Bruselas, mayo de 1999.

FONT GALÁN, J.I., “La empresa en el Derecho Mercantil”, en Jiménez Sánchez, G.J., (coord.), *Derecho Mercantil*, Barcelona, 10.ª ed., tomo I, Ariel, septiembre de 2005.

FORUM EUROPEAUM DERECHO DE GRUPOS, “Por un Derecho de los grupos de sociedades para Europa”, *RDM*, n.º 232, abril-junio de 1999.

— *Corporate Group Law for Europe*, Estocolmo, 2000.

— “Corporate Group Law for Europe”, *European Business Organization Law Review*, vol. I, 2000.

GARCÍA COTO, D.J., “La Bolsa española: ¿año 1 de una nueva etapa?”, *AF*, n.º monográfico, primer trimestre de 1997.

GARCÍA ECHEVARRÍA, S., “Configuración del capital-riesgo en la economía española”, *Esic-Market*, enero-marzo de 1985.

GARCÍA FERNÁNDEZ, E., “Management buy-out”, *Dirección y Progreso*, n.º 93, mayo-junio de 1987.

GARCÍA MANDALONIZ, M., *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2003.

— “Neuer Markt 1997-2003: de una apertura eufórica a un agónico cierre”, *Cuadernos de Estudios Empresariales*, vol. 13, 2003.

— “Nuevos Mercados bursátiles para valores tecnológicos: aperturas y cierres”, *RCE*, n.º 36, marzo de 2003.

— “Un cambio en la definición de ‘capital-riesgo’: artículo 19 párrafo primero de la Ley Financiera”, *RDBB*, n.º 90, año XXII, abril-junio de 2003.

— “Dos razones para la aparición y desaparición de la Sociedad Limitada Nueva Empresa”, *Revista CEFLEGAL*, n.º 51, abril de 2005.

GASTÓN, R.J., *Finding private venture capital for your firm: a complete guide*, John Wiley & Sons, 1989.

GEOFFRON, P., “Le financement des PMES innovatrices: l’exemple américain”, *Revue Française de Gestion*, n.º 84, junio-julio-agosto de 1991.

GEVURTZ, F.A., “F. Hodge O’Neal corporate and securities law symposium: limited liability companies: squeeze-outs and freeze-outs in limited liability companies”, *Washington University Law Quarterly*, n.º 73, 1995.

GLADSTONE, D., *Venture capital investing. The complete handbook for investing in small private business for outstanding profits*, New Jersey, 1988.

GÓMEZ GRAS, J.M., *Análisis del “Venture Capital” como fuente especial de financiación de las PYME*, tesis doctoral, Universidad de Alicante, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, septiembre de 1985.

GONDRA ROMERO, J.M., “La estructura jurídica de la empresa. (El fenómeno de la empresa desde la perspectiva de la Teoría General del Derecho)”, *RDM*, n.º 228, abril-junio de 1998.

HIERRO ANIBARRO, S., *El Nuevo Mercado de valores tecnológicos*. Civitas, Madrid, 2001.

HOEDL, C., “El ‘squeeze-out’ en derecho español: una experiencia reciente”, *Capital & Corporate*, julio de 2004.

HOULDER, V., “Profile Bob Jones. Venturer becomes an ambassador”, *Financial Times*, 10 de octubre de 1997 (sección Financial Times Survey).

— “The high-technology sector. New funds focus on IT companies”, *Financial Times*, 10 de octubre de 1997 (sección Financial Times Survey).

ILLESCAS ORTIZ, R., “El empresario mercantil individual: reglas generales”, en Jiménez Sánchez, G.J. (coord.), *Derecho Mercantil*, 10.^a ed., tomo I, Ariel, Barcelona, septiembre de 2005.

LACHMANN, J., *Le seed capital: une nouvelle forme de capital-risque*, Economica, París, 1992.

- *Le financement des stratégies de l'innovation*, Economica, París, 1993.
- LEBAS, P., "L'avenir du capital-risque en Europe", *Revue Française de Gestion*, n.º 49, noviembre-diciembre de 1984.
- LOIZAGA VIGURI, J.M., "Introducción al 'buy-out', *Dirección y Progreso*, n.º 102, noviembre-diciembre de 1988.
- MARTÍ PELLÓN, J., "La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986", *ICE*, n.º 651, noviembre de 1987.
- "La capitalización de PMES mediante capital riesgo: problemas existentes y propuestas para su consolidación en España", *EI*, n.º 294, noviembre-diciembre de 1993.
- "Capital riesgo: una denominación equívoca", *Boletín de Estudios Económicos*, n.º 156, vol. L, diciembre de 1995.
- *La inversión en capital de las PYME en España. 1995. (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*, Madrid, mayo de 1996.
- *El capital inversión en España 1996*, Civitas, Madrid, 1997.
- *Capital riesgo y capital desarrollo*, Madrid, 1997, s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor).
- "Financiación con recursos propios. Capital Riesgo (*Venture Capital*)", en Méndez Álvarez, J. (dir.), *PYMES: problemática global, financiera y fiscal*, Madrid, 21-25 julio de 1997.
- "Pasado, presente y futuro del capital-riesgo en España", *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 67, 1999.
- *El Capital Inversión en España, 1999 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*, Madrid, 2000.
- *Notas técnicas sobre capital riesgo*, Madrid, 2000, s.e. (texto mecanografiado cedido por el autor).
- "Presente y futuro del capital inversión en España", *El capital riesgo-capital inversión: una oportunidad para la empresa española*. Madrid, 18-19 de julio de 2000.
- "La nueva regulación del capital riesgo", *Cinco Días*, 11 de marzo de 2005 (sección Opinión).
- MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M., "Determinants of private equity fundraising in western Europe", *Working Paper*, septiembre de 2001.
- MARTÍ PELLÓN, J. y SALAS DE LA HERA, M., *El capital riesgo en España 2004. Private Equity in Spain 2004. Resumen*, web capital riesgo, AS-CRI, abril de 2005.

MARTÍNEZ CERREZO, R., “El Segundo Mercado”, en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (dir.), *Curso de Bolsa, I.*, Ariel, Barcelona, 1992.

MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J., “La compra con apalancamiento (Leveraged buy-out)”, *AF*, n.º 13, marzo-abril de 1989.

— *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.ª ed., McGraw-Hill, Madrid, 2000.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA, “El segundo mercado de la Bolsa española”, *ICE. Boletín Económico*, n.º 2055, 20-26 de octubre de 1986.

MULLERAT, R., “Management and leveraged buy-out. (Adquisición de sociedades por sus propios directivos). Aspectos jurídicos”, n.º 2, *RJC*, 1991.

MURDOCK, C.W., “The evolution of effective remedies for minority shareholders and its impact upon valuation of minority shares”, *Notre Dame Law Review*, vol. 65, 1990.

— “Squeeze-outs, freeze-outs, and discounts: why is Illinois in the minority in protecting shareholder interests?”, *Loyola University Chicago Law Journal*, vol. 35, primavera de 2004.

MURPHY, S.L., “Need funding? Look for angels, banks and factoring”, *Austin Business Journal*, vol. 17, 18 de abril de 1997.

PALÁ LAGUNA, R., “El Segundo Mercado de Valores. ¿Una reforma pendiente?”, *RDBB*, n.º 75, año XVIII, julio-septiembre de 1999.

PAZ-ARES, C., “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 3, 2002.

— “Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el Derecho español”, *RDBB*, n.º 91, año XXII, julio-septiembre de 2003.

PERALES VISCASILLAS, M.P., “Origen, evolución y tendencias actuales del *appraisal right* estadounidense (El derecho de separación y de exclusión del socio)”, *AC*, n.º 21, 22-28 de mayo de 2000.

PLANASDEMUNT GUBERT, J., “El Segundo Mercado”, *Horizonte Empresarial*, n.º 1968, febrero de 1987.

— Prólogo, en ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R. y CORONA, J.F., *El segundo mercado: Una fuente de financiación para la pyme*, Edicions Gestió 2000, Barcelona, diciembre de 1999.

RÍO GÓMEZ, C. del, *Sociedades financieras regionales italianas y francesas: dos alternativas para el caso español*, tesis doctoral, Universidad de Bilbao, Facultad de Ciencias Económicas, mayo de 1980.

— “El futuro de las Sociedades de Desarrollo Industrial (SODI) a la luz de la experiencia francesa e italiana: un estudio comparativo”, *Hacienda Pública Española*, n.º 79, 1982.

RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., *La amortización de acciones en la sociedad anónima (especial referencia al art. 164.3 TRLSA)*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, enero de 2005.

SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., “La nueva orientación europea para los segundos mercados bursátiles”, *RDBB*, n.º 75, año XVIII, julio-septiembre de 1999.

SÁNCHEZ RUIZ, M., *La facultad de exclusión de socios en la teoría general de sociedades*, Civitas-Thomson, Pamplona, 2006.

SARACHO, E., “Management buy-out: aspectos financieros”, *Dirección y Progreso*, n.º 93, mayo-junio de 1987.

SOTELO NAVALTROPO, J., *El capital-riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*, tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, 1988.

SUBIRÁ LOBERA, E., *Los “Segundos Mercados” de Valores. Presente y futuro del Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona*, tesis doctoral, Universidad de Barcelona, Departamento de Técnicas Empresariales, 1990.

URÍA MERUÉNDANO, R., “La problemática de los contratos de capital-riesgo en España”, en AA.VV., *La financiación de capital-riesgo (Venture Capital) y el desarrollo de nuevas empresas. Madrid 3 y 4 abril de 1984*, Madrid, 1984.

VENTURE ECONOMICS, *Annual Report 1993-2000*, National Venture Capital Association, Arlington, 2000.

VICENT CHULIÁ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 18.ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.

WALL, J. y SMITH, J., *Better exits*, Bruselas, 1998.

DE LA ESCLAVITUD DOCUMENTAL A LA AUSENCIA DE DOCUMENTO EN EL DESCUENTO BANCARIO

VICTORIA E. BETANCOR SÁNCHEZ

*Letrada y ex profesora de Derecho Mercantil de la
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

ROSALÍA ESTUPIÑÁN CÁCERES

*Profesora de Derecho Mercantil de la
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

SUMARIO

INTRODUCCIÓN.

- I. REFLEXIONES ACERCA DE LOS TÍTULOS-VALORES. ESPECIAL REFERENCIA A LA LETRA DE CAMBIO.
 1. **Consideraciones previas.**
 2. **La llamada crisis de los títulos-valores. ¿Superación de sus notas esenciales?**
 - II. EL CONTRATO DE DESCUENTO.
 1. **Concepto, función y naturaleza.**
 2. **Modalidades.**
 - A) Descuento de títulos-valores cambiarios, en especial de letras de cambio.
 - B) Descuento de créditos no documentados en un título-valor.
 - III. EL LLAMADO EN LA PRÁCTICA BANCARIA “ANTICIPO” ¿ESTAMOS ANTE UN VERDADERO DESCUENTO?
 - IV. BIBLIOGRAFÍA.
-

INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo nos proponemos poner de manifiesto cómo las ventajas que ofrecían los títulos-valores, dadas sus especiales características, si bien determinaron su utilización masiva hace relativamente escaso tiempo, diversas causas, económicas, prácticas y técnicas dieron lugar a la llamada crisis de los títulos-valores que, a nuestro juicio, no es tal, sino sencillamente una evolución en su manifestación ajustada a los nuevos tiempos. Pues la verdadera crisis, donde realmente existe y se confirma, es en la cada vez menor utilización en el tráfico de los mencionados títulos-valores. Asimismo, queremos mostrar cómo todo ello ha influido en el contrato de descuento, ya que si es cierto que tradicionalmente su principal objeto fueron los créditos documentados en títulos cambiarios, principalmente la letra de cambio, en la actualidad lo son los créditos no documentados en títulos-valores, incluso en ningún "papel". Se aprovecha así el recurso a los nuevos medios que brinda la tecnología, con todo lo que implica de superación de la esclavitud documental, y el nuevo desarrollo de la facturación digital, evidenciando, por otro lado, el mayor peso que para la Banca tienen la solvencia y garantías del descontatario. En efecto, el panorama ha cambiado hasta tal extremo que podemos afirmar que, actualmente, el descuento más frecuente es precisamente el de créditos no incorporados a títulos-valores. Esta evolución ha quedado reflejada incluso a nivel internacional en algunos documentos elaborados por la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL) ⁽¹⁾. Es más, hemos llegado a un punto en el que el descuento versa sobre datos y/o información de carácter económico suministrados por el descontatario, desprovistos de todo tipo de soporte o formalidad. Esta cuestión nos da pie, por otro lado, a realizar unas breves reflexiones sobre la existencia de prácticas bancarias que bajo la denominación "anticipo" puedan acaso conllevar la identificación de una nueva figura contractual.

A tales efectos, creemos necesario comenzar nuestra labor centrándonos en los títulos-valores, de manera que tras unas consideraciones generales abordaremos el análisis de la llamada crisis de éstos, cuestión a nuestro entender capital, dado que evidencia la evolución que ha acontecido en el tráfico económico, convirtiendo el objeto del contrato de descuento en auténtico protagonista de su propia existencia, hasta tal punto que éste en su actual configuración incide en el propio contrato, que debe ahora adaptarse a unas nuevas consecuencias y/o efectos tal vez en su momento no previstos. A continuación trata-

⁽¹⁾ Vid. entre otros el documento A/CN.9/397 del vigésimo séptimo período de sesiones (1994), titulado: *Aspectos jurídicos del financiamiento mediante efectos a cobrar* (www.uncitral.org).

remos del contrato de descuento, donde tras una breve referencia a su concepto, función y naturaleza nos detendremos en las modalidades, esto es, tanto en la que tiene por objeto títulos cambiarios como en la modalidad más frecuente hoy, cual es la de créditos no documentados en títulos-valores, con específica referencia a la operativa bancaria actual. Por último, daremos término a nuestra tarea con el análisis del llamado en la *praxis* bancaria “anticipo”, a fin de destacar sus similitudes y diferencias con el descuento y, de este modo, poder eventualmente aproximarnos a cubrir el interrogante de si se trata de una nueva figura contractual.

I. REFLEXIONES ACERCA DE LOS TÍTULOS-VALORES. ESPECIAL REFERENCIA A LA LETRA DE CAMBIO

1. Consideraciones previas

Conviene recordar que existe una tesis prevalente o mayoritaria en nuestra doctrina que propugna de los títulos-valores⁽²⁾, del derecho “incorporado” al documento, los caracteres de legitimación por la posesión, literalidad y autonomía⁽³⁾. De ahí que, siguiendo a Vivante, el profesor URÍA⁽⁴⁾ lo definiera como “documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo mencionado en él”, definición ésta a la que el profesor SÁNCHEZ CALERO⁽⁵⁾ añade que es un “documento esencialmente transmisible”. En opinión de EIZAGUIRRE⁽⁶⁾, cuando nuestra doctrina habla de los títulos-valores se refiere a la categoría más reducida de los mismos, esto es, *titoli di credito* o título-valor de fe pública,

(2) O “valores en papel” como los denomina EIZAGUIRRE, J.M., “Los valores en papel” en *RDM* n.º 229, julio/septiembre de 1998, p. 1009.

(3) Cfr. URÍA, R., *Derecho Mercantil*, 28.ª ed., Madrid, 2002, pp. 907- 909; SÁNCHEZ CALERO, F.: *Instituciones de Derecho Mercantil* II, 25.ª ed., Madrid, 2003, pp. 6 y 7; FERNÁNDEZ RUIZ, J.L. y MARTÍN REYES, M.A., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, tomo II, 2.ª ed., Madrid, 1999, pp. 34 a 36; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 9.ª ed., Madrid, 1991, pp. 592 a 594; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, tomo II, 3.ª ed., Barcelona, 1990, pp. 611 a 613; JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G.J., en AA.VV., *Derecho Mercantil*, 2 (coord. por él mismo), 8.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 7 a 12; PÉREZ DE LA CRUZ, A. en AA.VV.: *Lecciones de Derecho Mercantil* (dir. por A. Menéndez), 2.ª ed., Madrid, 2004, pp. 773 y 774.

(4) Cfr. URÍA, R., *Derecho Mercantil*, cit., p. 907. Vid. también SSTS de 27 de diciembre de 1985 (RJ 1985/6654) y de 13 de abril de 1998 (RJ 1998/2318).

(5) Cfr. SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 4.

(6) Cfr. EIZAGUIRRE, J.M., “La opción por el concepto amplio de título-valor”, *RDBB*, n.º 57, 1995, p. 27.

ámbito más reducido que el comprendido por los *Wertpapiere* de los sistemas alemán y suizo. En cualquier caso, como reconoce unánimemente la doctrina, los títulos-valores fueron creados por los protagonistas del tráfico para facilitar el ejercicio y la transmisión de los derechos. Por otra parte, el título, que adquiere un valor por su especial vinculación o conexión con el derecho que en él se menciona —de ahí la denominación de título-valor—, es considerado como cosa mueble especialmente apta para su circulación, a la que se aplican algunas normas inspiradas en el régimen de transmisión de las cosas muebles, sustrayéndose al régimen propio de la cesión de los derechos de crédito con todas las ventajas que ello implica ⁽⁷⁾.

El contenido del título-valor puede ser distinto ⁽⁸⁾. Así, por lo que ahora nos interesa, puede estar constituido por derechos de crédito pecuniarios, en cuyo caso se les denomina *títulos de pago*, porque confieren al tenedor el derecho a obtener del deudor una suma de dinero, categoría en la que entra la letra de cambio, como título-valor cambiario por excelencia.

La letra de cambio que, en sus inicios, fue un instrumento para el cambio del dinero de una a otra plaza, pronto se convirtió en documento de ejecución de la obligación de pagar el precio surgido de un contrato subyacente y muy frecuentemente del contrato de compraventa y, al mismo tiempo, en un instrumento para la concesión de crédito, función esencial en la economía moderna ⁽⁹⁾.

Tradicionalmente la utilización de los títulos valores cambiarios en el tráfico económico, en especial la letra de cambio, ha venido vinculada a una típica operación bancaria denominada descuento ⁽¹⁰⁾. Y hasta tal punto la identificación entre el título-valor cambiario y el descuento se producía, que en la propia regulación de la LCCH del año 85 la opinión del sector bancario se tuvo muy en cuenta, a la hora de diseñar un régimen más abstracto en su funcionamiento que

(7) Vid. por todos SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 4.

(8) En atención a ello los títulos-valores se clasifican en *títulos de pago*, *títulos de tradición o representativos* de mercancías y *títulos de participación social*. Vid. URÍA, R., *Derecho Mercantil*, cit., pp. 908 y 909.

(9) Vid. más ampliamente BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, cit., pp. 605 y 606. HUECK, A. y CANARIS, C-K., *Derecho de los títulos-valor* (traducción de J. Alfaro), cit., pp. 58 a 64.

(10) Vid. infra epígrafe II.1, Destacan HUECK, A. y CANARIS, C-K., *Derecho de los títulos-valor* (traducción de J. Alfaro), Barcelona, 1988, p. 66, que la importancia de la letra aumenta en gran medida cuando se facilita su transmisibilidad con ayuda del endoso y con el reconocimiento del endosatario como acreedor dotado de un derecho autónomo al que no se le pueden oponer excepciones personales del endosante. Así, la letra, que hasta entonces sólo

el que venía imperando en otros ordenamientos jurídicos cercanos⁽¹¹⁾. A este respecto, no podemos desconocer que el propio carácter abstracto de los citados documentos, unido a la ventajosa postura del tercero cambiario asumida por los bancos, así como a la exigencia de al menos dos firmas (librador-descontatario y aceptante), facilitaron indudablemente su negociación. En efecto, estos aspectos fomentaron el descuento de grandes cantidades de letras de cambio, hasta el extremo de que era inimaginable presentar cualquier otro tipo de documento a su negociación.

Los títulos cambiarios ocuparon en los años 80 y comienzos de los 90 un papel protagonista, incluso socialmente la mayor parte de las deudas se identificaban con el pago de letras (p.e. pago de una casa, del coche, del televisor), dando la impresión de que no existía otra fórmula para formalizar los débitos. Por otro lado, las consecuencias de su impago tenían una reprobación conocida y temida: el famoso Registro de Aceptaciones Impagadas (RAI) cuando aún no habían proliferado en toda su extensión los hoy desarrollados Registros de morosos.

En definitiva, para los Bancos la identificación de títulos cambiarios aceptados era garantía de cobro, además de documento ejecutivo. Pero llega un momento en que las ventajas, garantías y virtudes siempre destacadas de los citados documentos comienzan a no ser tenidas en cuenta, y no porque lo que antes resultaba ser bueno ahora no lo fuera. ¿Ocurrió que tal vez se encontró un instrumento mejor? La respuesta al citado interrogante es precisamente objeto del siguiente apartado, que pretende poner de manifiesto las razones del cambio, debido a las necesidades del hombre y su evolución, aspectos éstos que el Derecho debe atender conservando así su carácter instrumental en la resolución de conflictos o en las soluciones a las demandas.

2. La llamada crisis de los títulos-valores. ¿Superación de sus notas esenciales?

Doctrinalmente la llamada crisis de los títulos-valores ha sido interpretada o relacionada con el fenómeno de la representación de éstos a través de mecanismos mucho más ágiles y adecuados a las nuevas necesidades que, en defini-

había servido para transferir fondos de un lugar a otro, se convirtió en un título negociable. El endoso fue incorporado a la letra por los genoveses a finales del siglo XVI y su configuración jurídica se produjo en los siglos XVII y XVIII. Por su parte, GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, Madrid, 1990, p. 604, pone de manifiesto cómo los autores insisten en que fue la aparición del endoso la que supuso el nacimiento del contrato bancario de descuento, o por lo menos sirvió de catalizador de su desarrollo.

(11) Vid. infra epígrafe II.2.A).

tiva, han llegado a sustituir el papel por otro tipo de soportes informáticos y/o telemáticos. Sin embargo, nuestra reflexión al respecto no puede coincidir con que la crisis de los títulos-valores haya venido precisamente porque éstos tengan ahora una nueva apariencia, si para ello tenemos en cuenta inclusive el amplio concepto de documento que ha elaborado nuestro Tribunal Supremo ⁽¹²⁾.

(12) STS de 3 de noviembre de 1997 de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (RJ 1997/8251). Sentencia que ha dejado de identificar el concepto de contrato y de documento con el de “escrito físico en soporte papel”. Esta Sentencia otorga una nueva y revolucionaria dimensión del concepto de “documento”, permitiendo incluir dentro de él tanto aquéllos que se encuentran en papel como los que se hallen en archivos recogidos en soportes magnéticos, cintas magnetofónicas, etc. *Vid.* Fundamento de Derecho décimo, donde textualmente se expone: “Estamos asistiendo, en cierto modo, en algunas facetas de la vida, incluso jurídica, al ocaso de la civilización del papel, de la firma manuscrita y del monopolio de la escritura sobre la realidad documental. El documento, como objeto corporal que refleja una realidad fáctica con trascendencia jurídica, no puede identificarse, ya, en exclusiva, con el papel, como soporte, ni con la escritura, como unidad de significación. El ordenador y los ficheros que en él se almacenan constituyen, hoy día, una nueva forma de entender la materialidad de los títulos valores y, en especial, de los documentos mercantiles”. Asimismo, pone de manifiesto la proliferación de normas legales (y reglamentarias) que han venido patrocinando y recogiendo el uso, con los efectos jurídicos pertinentes, del documento en soporte electrónico. Así: la Ley del Patrimonio Histórico de 1985, en su art. 49; La Ley del Mercado de Valores de 1988; la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, sobre el IVA, en su art. 88.2; la Ley 30/1992, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, etc. En consecuencia, añade que “aunque, al igual que en el caso de los documentos comunes, puede haber documentos electrónicos sin firma, el documento electrónico (y, en especial, el documento electrónico con función de giro mercantil) es firmable, en el sentido de que el requisito de la firma autógrafa o equivalente puede ser sustituido, por el lado de la criptografía, por medio de cifras, signos, códigos, barras, claves u otros atributos alfa-numéricos que permitan asegurar la procedencia y veracidad de su autoría y la autenticidad de su contenido”.

Incluso, con anterioridad a la citada Sentencia, y en atención a los medios probatorios, la Sala de lo Penal del TS, en S. de 5 de mayo de 1988 (RJ 1988/857), destacó en su Fundamento de Derecho primero: “Las relaciones de medios probatorios de las leyes de procedimiento no tienen el carácter de exhaustivas, en cuanto configuran una ordenación acorde con el momento en que se promulgan. Las innovaciones tecnológicas —el cine, el vídeo, la cinta magnetofónica, los ordenadores electrónicos, etc.— pueden y deben incorporarse al acervo jurídico procesal en la medida en que son expresiones de una realidad social que el derecho no puede desconocer. Todavía más, de alguna manera dichos medios técnicos pueden subsumirse en el concepto mismo amplio, desde luego, de documento en cuanto cosas muebles aptas para la incorporación de señales expresivas de un determinado significado”. Añade que pueden utilizarse como medios de prueba si ofrecen las debidas garantía de autenticidad.

Por lo demás, hoy, la vigente LEC (Ley 1/2000, de 7 de enero) en su art. 299.2 admite como medios de prueba “*los medios de reproducción de la palabra, el sonido y la imagen, así como los instrumentos que permitan archivar y conocer o reproducir palabras, datos, cifras y operaciones matemáticas llevadas a cabo con fines contables o de otra clase, relevantes para el proceso*”.

En este sentido, actualmente puede citarse el art. 23.3 de la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico (Ley 34/2000, de 11 de julio), que asimila el contrato por escrito al contrato en soporte electrónico.

En el origen de los títulos-valores precisamente la incorporación del derecho al documento, y la sujeción del crédito a la ley de circulación de los bienes muebles —se transmitían con el papel—, fue una de sus principales características y de ahí su propia denominación título = papel, valor = derecho incorporado. Sin embargo, que el crédito aparezca ahora incorporado a un sistema de registro —anotación contable—, en el cual es titular quien así aparezca denominado, y además se equipare la inscripción al desplazamiento posesorio, no tiene por qué suponer una crisis del título-valor, sino una evolución y/o adecuación de su figura a las nuevas tecnologías. Desde este punto de vista, siguen subsistiendo las notas esenciales: la literalidad recogida hasta el 15 de marzo de 2005 en la escritura pública prevista en el art. 6 de la LMV y, a partir de tal fecha, en el documento o folleto que necesariamente debe existir⁽¹³⁾; la legitimación por la posesión, dado que el titular inscrito la tiene por la inscripción, equivaliendo ésta a la tradición; y la incorporación, dado que dichos registros se refieren a derechos⁽¹⁴⁾.

Por lo expuesto, también los “títulos-valores” representados por anotaciones en cuenta siguen conservando su naturaleza aunque difiera su ley de circulación, y ello no puede interpretarse en el sentido de que hayan perdido su primacía y función, pues creemos que lo único que acontece es que han evolucionado.

El soporte del papel fue importante en la concepción y evolución del título-valor, en la medida que supuso que se pudiese eludir la aplicación clásica del derecho de obligaciones, igual función que la que pueden cumplir hoy, con otros soportes diferentes al papel, superando con ello las notas de ser títulos de presentación y rescate. Pero el carácter o la conceptualización como título comienza a desvincularse del papel.

¿Es un título-valor necesariamente un documento? Algunos autores opinan que la nota de la incorporación sólo puede materializarse en un documento, y que la correlación que debe existir entre la incorporación y el soporte docu-

(13) En efecto, cfr. el art. 6 de la LMV tras la modificación operada por 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, en que el otorgamiento de escritura pública es ahora simplemente potestativo, pero en cualquier caso tiene siempre que existir documento o folleto.

(14) Con relación a tales notas *vid.* arts. 6 a 12 de la LMV.

mental debe ser absoluta ⁽¹⁵⁾. Sin embargo, defendemos que también tiene cabida la incorporación inmaterial, aunque dentro del concepto amplio de documento que predomina en nuestras leyes e interpretación jurisprudencial. Esta cuestión, a nuestro juicio, ha sido superada.

En definitiva, lo que queremos precisar es que la crisis de los títulos-valores no debe venir relacionada con el modo en el que se representa o formaliza el derecho, ya que lo esencial es el bien jurídico incorporado, es decir, el valor, y éste está formado por el derecho o derechos aportados. La materialidad o inmaterialidad sí que va a influir en la mayor o menor dificultad que nos encontremos para aplicar un sistema basado en la corporeidad, como ocurre con el régimen de los títulos-valores, frente al de los denominados derechos-valores basado en su fungibilidad e inmovilización. Pero estimamos que se trata de un problema de adecuación y no de crisis. La crisis debemos identificarla o localizarla precisamente en las razones socio-económicas que dieron lugar a su aparición, y en las actuales que desembocan en su escasa utilización o superación de sus notas esenciales, por consiguiente en circunstancias diferentes a su representación ⁽¹⁶⁾.

Si bien es cierto que, en un principio, los derechos se beneficiaron de las ventajas de los documentos, a la larga tuvieron mayor peso sus inconvenientes debido a su materialidad, sus riesgos y fundamentalmente a su emisión en masa. Pero, indudablemente, se trataba de una crisis por los inconvenientes que ofrecía su utilización en cuanto a papel, pero no porque éstos hubiesen dejado de cumplir su función principal, cual era la de facilitar la circulación de los derechos, de los créditos. Desde la perspectiva de la gestión bancaria, su masificación había encarecido los costes de impresión, custodia y manipulación ⁽¹⁷⁾.

Frente a los citados inconvenientes, los Ordenamientos jurídicos reaccionan de varias formas, porque el mercado ha de funcionar y el documento físico de papel exige hallar otros medios de representación y de transmisión de dere-

⁽¹⁵⁾ Vid., por todos, OLIVENCIA, M., "La incorporación" en *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 28 y ss.

⁽¹⁶⁾ Es decir, lo que importa hoy es la propia existencia de créditos, lo que declara tener el solicitante del descuento y que el Banco le negocia o anticipa, sin requerirle para ello documentos formales, timbrados, etc., bastando su manifestación o declaración escrita y/o electrónica al efecto. Por lo que la crisis en la utilización de los títulos-valores no se identifica con la forma escogida para su representación, sino precisamente en su escasa o no utilización y/o exigencia. Vid. *infra* epígrafes II.2.B) y III.

⁽¹⁷⁾ Vid. PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C.J., "La Desincorporación de los títulos-valor, (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)", en AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores* (Seminario sobre el nuevo Derecho español y Europeo del Mercado de Valores, organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995), Madrid, 1995, p. 88.

chos, con resultados prácticos semejantes a los que prevé el eventual abandono de la figura de los títulos-valores, unos medios que proporcionasen a determinadas titularidades jurídicas un régimen circulatorio especial, que evite problemas que el derecho común de obligaciones planteó siempre al tráfico mercantil, ocupando el mismo ámbito socio-económico que los tradicionales “títulos-valores” y persiguiendo la misma finalidad ⁽¹⁸⁾.

Ante lo expuesto, la aparición de la anotación en cuenta —el derecho-valor—, supuso para algunos autores exclusivamente la sustitución del soporte documental en el que se representaba el derecho, defendiendo con ello la denominada incorporación inmaterial, caracterizada por el hecho de que aquí el derecho de crédito —valor— queda incorporado también en una base física —anotación en cuenta—, aunque ésta sea de naturaleza distinta a la documental. Lo único que cambiaba, por tanto, era el modo en el que se formalizaba o se representaba el derecho, con lo cual el régimen jurídico aplicable al denominado ahora derecho-valor era el mismo que el de los títulos-valores ⁽¹⁹⁾.

Sin embargo, desde una óptica estrictamente jurídica, los ordenamientos jurídicos reaccionaron a la crisis documental desarrollando sistemas correctores y sustitutivos, según ha venido a diferenciar la doctrina. Los primeros, es decir los sistemas correctores, no suprimen el documento en sí, éste sigue existiendo pero lo inmovilizan, de tal manera que su transmisión se efectúa por un cambio del sujeto depositario, pero el documento, dicho gráficamente, “no se mueve”, con lo cual se supera la nota de tener que exhibirlo. La técnica utilizada para ello es la del truncamiento, y en este aspecto la actividad bancaria, principal afectada por la denominada esclavitud documental, fue de las pioneras en su introducción ⁽²⁰⁾.

Por otro lado, los sistemas sustitutivos reemplazan el soporte documental —papel, título— por otros soportes, de tal forma que el ejercicio y transmisión del derecho prescinden de éste. Gracias a las nuevas tecnologías las anotaciones contables hacen referencia a esos derechos que queremos ejercitar o transmitir, que ahora se representan a través de un registro informático y circulan a través

(18) Vid. GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., “Naturaleza Jurídica de los valores tabulares”, en *RDBB* n.º 74, abril/junio de 1999, p. 15.

(19) Vid. PARICIO SERRANO, L., “La evolución del título-valor y el artículo 1384 del Código Civil”, *RDBB* n.º 31, 1988, p. 683.

(20) El RD 1369/1987, de 18 de septiembre, por el que se crea el Sistema Nacional de Compensación Electrónica, en su art. 5 recoge: “Todo documento, medio de pago o transmisión de fondos compensable en el sistema Nacional se considerará presentado al mismo en el momento en que la Entidad, tenedora u ordenante de aquél, cursó comunicación por vía electrónica a la Entidad librada (...) solicitando su abono o adeudo por compensación”.

de una transacción electrónica. En nuestro Derecho, el primer paso se dio en materia de Deuda Pública⁽²¹⁾, y avanza con la propia LMV y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, que admiten la posibilidad de representar los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta.

En definitiva, con las soluciones expuestas hemos destacado que las propias necesidades del tráfico económico, de la actividad mercantil, demandaron la superación en los denominados tradicionalmente títulos-valores de las notas de la legitimación por la posesión, y la relativa a que fueran documentos de rescate, es decir, su exhibición material. La representación física a través de la incorporación a un papel —lo que les daba categoría de documentos—, se sustituyó por un sistema que evitaba sus desventajas, pero en definitiva ahora, con la denominación derecho-valor o, más propiamente, valores mobiliarios, no se había puesto de relieve la crisis en su demanda o utilización en el tráfico, al contrario, se confirmaba su utilización y triunfo precisamente superando los inconvenientes reflejados, debiéndose llevar a cabo una reinterpretación de sus requisitos, adecuándolos al nuevo medio en el que se representan⁽²²⁾.

Esta visión de la evolución del título-valor encuadrada en la denominada concepción evolutiva o unitaria sostiene que, al desempeñar el papel una mera función instrumental, puede ser sustituido por otro sistema de representación sin que ello afecte a la propia noción del título-valor, corroborado además por el nuevo concepto de “documento” elaborado a raíz del triunfo de las nuevas tecnologías. El profesor GARCÍA-PITA Y LASTRES afirma que estamos en presencia de verdaderos “títulos-valores”, sólo que de nuevo cuño, pues esa novedad es de índole estrictamente técnica, y el alcance jurídico de la nueva forma de documentación casa perfectamente con los principios sustantivos de los títulos-valores. En efecto, el documento de papel constituyó un instrumento técnico para facilitar la circulación de los derechos. Pero “derechos”, “circulación de derechos” y “documentación de los derechos” eran realidades existentes mucho antes de la configuración de los títulos-valores, que han sido una creación de la práctica, basada en elementos consuetudinario-convencionales, luego “racionalizados” por el Derecho y, sobre todo, por la doctrina⁽²³⁾.

(21) Cfr. RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, y la Orden de 19 de mayo de 1987 en su desarrollo.

(22) No nos encontramos, en este aspecto, ante una situación distinta a la que actualmente se enfrentan las diferentes disciplinas jurídicas en materia de prueba, precisamente por los medios telemáticos, electrónicos, informáticos, digitales, etc., en los que se presentan y se registran las transacciones empresariales y las comunicaciones en general.

(23) Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Naturaleza Jurídica de los valores tabulares”, cit., p. 62.

A nuestro juicio, como ya destacamos, la verdadera crisis de los títulos-valores se confirma a través de su cada vez menor utilización en el tráfico, tanto en su concepción de título-valor (papel) como derecho-valor (anotación), pero no en atención a su rechazo por las desventajas o inconvenientes, sino fundamentalmente, y permitánnos la expresión gráfica, debido al “desprecio” de sus ventajas y características. Esta situación queda evidenciada en que en la actualidad son, precisamente, los créditos no incorporados a títulos-valores los que ocupan con creces el protagonismo en los contratos de descuento, como así se verá al tratar el epígrafe siguiente.

II. EL CONTRATO DE DESCUENTO

1. Concepto, función y naturaleza

Conocido es que la economía moderna es esencialmente crediticia. Como señala GARCÍA-PITA Y LASTRES, con frecuencia la práctica comercial presenta situaciones en las que un sujeto (comerciante o no), acreedor a plazo de una suma dineraria, se encuentra en la necesidad de obtener un anticipo dinerario, que sustancialmente corresponde al importe de la suma de cuya disponibilidad no goza, por no haber llegado a su vencimiento el término concedido al deudor. El anticipo solicitado puede revestir formas muy diversas, que van desde el simple préstamo al descuento o la apertura de crédito, pasando por los préstamos cambiarios directos, los préstamos con garantía pignoratícia, etc. Pero lo que resulta indiscutible es que la elección de variedad concreta de anticipo dependerá de circunstancias muy determinadas, no siendo elección casual, y añade que en “la necesidad de emplear una forma de crédito segura, rentable y líquida es donde el descuento encuentra el medio más idóneo para desarrollar sus posibilidades. Este contrato es uno de los instrumentos más apropiados para satisfacer los intereses de bancos y clientes en el marco de esa cadena de operaciones de crédito. Merced a él, los clientes obtienen un crédito barato y los bancos operan respetando al máximo la ‘ley fundamental de la banca’ —la liquidez—, ya que satisface los tres factores que la determinan: brevedad, seguridad y movilidad” (24).

(24) Cfr. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., pp. 27 y 30; además en la p. 56, nota a pie n.º 6, destaca que el contrato de descuento ha nacido al margen del jurista y de la mano del banquero, que se ha separado de las tradicionales figuras para crear una institución a su medida.

A diferencia de otros Ordenamientos jurídicos comparados ⁽²⁵⁾, el nuestro no regula ni define el contrato de descuento.

Nuestra doctrina y jurisprudencia se han ocupado de ofrecer un concepto de este contrato. Así, en la doctrina y sin ánimo de exhaustividad, la mayoría de los autores acogen, por su claridad y sencillez, la definición de descuento que proporciona el art. 1858 del Código Civil italiano, a cuyo tenor “es el contrato por el cual el banco, previa deducción del interés, anticipa al cliente el importe de un crédito frente a tercero, aún no vencido, mediante la cesión, salvo buen fin, del crédito mismo” ⁽²⁶⁾. Por su parte, el profesor GARCÍA-PITA Y LASTRES, tomando en consideración el precepto glosado y las definiciones dadas por la doctrina, así como su crítica, entiende que la definición no debe limitarse a describir o contener los elementos característicos del descuento, sino que además debe presentarlos con una cierta cohesión orgánica desde el punto de vista funcional. Precisamente, por lo expuesto propone la siguiente definición, que compartimos: “El descuento es el contrato mediante el cual el descontante se obliga a anticipar el importe de un crédito dinerario contra tercero, de vencimiento futuro y determinado, con detracción del *interussurium* y eventuales comisiones, a cambio de la enajenación a su favor del citado crédito por el descontatario, asumiendo este último la obligación subsidi-

(25) Como el italiano o el alemán. *Vid.* un comentario al concepto de descuento que ofrecen estos ordenamientos en GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., pp. 55 y ss.

(26) Así, acogen sin más esta definición VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, cit., p. 453; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, cit., p. 514; CORTÉS, L.J., en AA.VV., *Lecciones de Derecho Mercantil* (dir. por A. Menéndez), 2.^a ed., Madrid, 2004, p. 648; LÓPEZ CERECEDA, E., en AAVV., *Contratos mercantiles* (dir. por A. Bercovitz Rodríguez-Cano y M.A. Calzada Conde), Pamplona, 2001, p. 414. Otros autores intentan dar definiciones propias, pero, sin duda, en ellas también se advierte el claro influjo del art. 1.858 del C.c. italiano, aunque omitan algún detalle, cfr. URÍA, R., *Derecho Mercantil*, cit., p. 873, que omite en la definición que el crédito que se anticipa aún no está vencido, aunque bien es verdad que en el comentario a aquélla deja claro tal extremo; AURIOLAS MARTÍ, A., en AA.VV., *Derecho Mercantil 2*, (dir. por G.J. Jiménez Sánchez), 8.^a ed., Barcelona, 2003, p. 506; en esta definición se omite la obligación subsidiaria del descontatario de restituir el importe nominal del crédito, aunque en el comentario a ella pone de manifiesto tal extremo; FERNÁNDEZ RUIZ, J.L. y MARTÍN REYES, M.A., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, tomo II, cit., p. 281, que omiten en su definición que el crédito que se anticipa lo ostenta el descontatario frente a tercero, aunque justo es reconocer que tal aspecto es destacado en el comentario a aquélla.

diaria de restitución del importe nominal del mismo”⁽²⁷⁾. La jurisprudencia también nos ofrece un concepto prácticamente idéntico al doctrinal⁽²⁸⁾.

La función económica esencial del descuento es posibilitar que el descontatario, acreedor a plazo del crédito negociado, pueda realizar anticipadamente su crédito, lo cual tendría escaso sentido en los supuestos de crédito contra el propio descontatario. De acuerdo con esta finalidad es preciso considerar que el descuento presenta siempre una estructura triangular, pues implica la presencia de tres sujetos: un descontante, un descontatario y un tercero de quien se va a intentar obtener la entrega de la suma dineraria, con efecto extintivo de la obligación del segundo⁽²⁹⁾.

Respecto a la naturaleza jurídica no puede decirse que exista una posición doctrinal unánime, sino que hay diversas tesis⁽³⁰⁾. Con todo, la doctrina mayoritaria considera que se trata de una figura contractual autónoma, con fisonomía propia y distinta del resto de los contratos⁽³¹⁾. También ésta es la tesis que progresivamente va imponiéndose en la jurisprudencia española, que ve el descuento como un contrato *sui generis* de crédito y de liquidez, ya que permite al cliente permutar un activo financiero por un activo monetario más líquido⁽³²⁾.

(27) Cfr. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L.: *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 86; Ídem: “Los títulos-valores, como objeto de derechos reales y el contrato de descuento”, en *RDBB* n.º 74, 1999, p. 192. También acoge una definición similar SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, cit., p. 344.

(28) Cfr., entre las más recientes, SSTS de 28 de junio de 2001 (RJ 2001/4980), de 2 de abril 2002 (RJ 2002/2531) y de 2 de junio de 2004 (RJ 2004/3560).

(29) Cfr. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., pp. 59 y 60.

(30) *Vid.* con profundidad las distintas tesis en GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., pp. 152 y ss.

(31) En tal sentido URÍA, R., *Derecho Mercantil*, cit., pp. 873 y 874; BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, cit., p. 514; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, cit., p. 454; FERNÁNDEZ RUIZ, J.L. y MARTÍN REYES, M.A., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, cit., p. 281; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 345; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., “Contrato de descuento y cuenta corriente bancaria”, en AA.VV., *Comentarios a Jurisprudencia de Derecho bancario y cambiario* (coord. por Fernando Sánchez Calero y Juan Sánchez-Calero Guilarte) vol. I, Madrid, 1993, p. 318, nota a pie n.º 1; CORTÉS, L.J., en AA.VV., *Lecciones de Derecho Mercantil* (dir. por A. Menéndez), cit., p. 648.

(32) Cfr. SSTS de 14 de abril de 1980 (RJ 1980/1415); de 21 de marzo de 1988 (RJ 1988/2220); de 1 de diciembre de 1989 (RJ 1989/654); de 25 de marzo de 1993 (RJ 1993/2236); de 21 de julio de 1993 (RJ 1993/6178); de 1 de febrero de 1995 (RJ 1995/1219), y de 28 de junio de 2001 (RJ 2001/4980).

2. Modalidades

Las modalidades del contrato de descuento bancario pueden clasificarse en atención a diversos criterios ⁽³³⁾. Así, a los efectos que ahora interesan, sobre la base del crédito que es objeto de descuento se diferencian los siguientes tipos:

- descuento de créditos incorporados a un título-valor cambiario, como es el de las letras de cambio que, como hemos destacado, fue el más habitual en la práctica,
- descuento de créditos ordinarios no incorporados a un título-valor y sometidos a plazo, como es el descuento de recibos, facturas, etc.

A continuación pasamos a tratar cada modalidad.

A) Descuento de títulos-valores cambiarios, en especial de letras de cambio

Hubo un momento en el que se podía afirmar de forma indiscutible que la letra de cambio constituía el objeto por excelencia del contrato de descuento. Conformaba el descuento cambiario, por tanto, dado su objeto, una especial forma de protección del acreedor cambiario que se beneficiaba de los requisitos esenciales de dicho documento —literalidad, legitimación por la posesión y la incorporación—.

El denominado “rigor cambiario”, símbolo de garantías crediticias, comenzó a pesar en el conjunto de las relaciones económico-financieras, lo que unido al gravamen fiscal propio de su utilización ha sido determinante de que hoy en día la exigencia al descontatario de letras de cambio debidamente aceptadas sea sinónimo de rigurosidad crediticia, de cautelas en materia de riesgos, de insuficiencia de otras garantías en la descontataria o incluso de su solvencia parcial.

En resumen, la naturaleza y el rigor del objeto del descuento evidencian la valoración que por parte de los bancos se efectúa del cliente en cuestión.

Tradicionalmente se afirmaba que el crédito idóneo para constituir el objeto del contrato de descuento era precisamente el que se encontraba incorporado a una letra de cambio, pues, en efecto, reúne de forma clara y perfecta las condiciones esenciales que han de concurrir en el crédito objeto del citado

(33) Vid. las distintas clases en CHULIÁ VICENT, A. y BELTRÁN ALANDETE, T., *Aspectos jurídicos de los contratos atípicos*, IV, Barcelona, 1999, p. 525.

contrato. A saber, tiene que consistir en un crédito pecuniario, contra tercero y de vencimiento aplazado⁽³⁴⁾. Esto nos lleva a tratar someramente acerca de la provisión de fondos en la letra y su cesión y a diferenciarla del crédito cambiario, que es autónomo.

Así, sabido es que la letra de cambio nace siempre como consecuencia de una relación jurídica subyacente, extracambiaria, entre librador y librado conocida como provisión de fondos. El origen histórico de la provisión de fondos, como manifiesta unánimemente la doctrina, no es otro que el de la letra misma, puesto que constituye el presupuesto económico de su emisión⁽³⁵⁾. Como dijera URÍA, nacida la letra como instrumento de un contrato de cambio trayecticio y concebido el librado, en un principio, como mandatario del librador para la ejecución de ese contrato, habría de ser provisto de los fondos necesarios para cumplir el encargo. Por eso, en su primera manifestación, la provisión se considera como cumplimiento de la obligación del librador de poner a disposición del librado los fondos necesarios para atender la letra, y decidía así la posición del librado⁽³⁶⁾.

Mientras la letra continuó desempeñando el papel de instrumento del cambio trayecticio, el concepto de provisión se ajustaba a esa remisión de fondos al librado, pero ésta dejó pronto de emitirse como consecuencia de un contrato de cambio de dinero para utilizarse en el tráfico de mercancías como un medio simultáneo de pago y crédito. De acuerdo con esta nueva función de la letra como instrumento de crédito, la provisión de fondos adquiere una nueva significación como crédito que el librador ostenta contra el librado, crédito que puede derivar de relaciones jurídicas muy diversas⁽³⁷⁾. La letra de cambio se libra, pues, teniendo como soporte económico un crédito del librador contra el librado (provisión de fondos) que tiene carácter extracambiario.

(34) *Vid. supra* epígrafe II.1.

(35) *Vid.*, por todos, POLO, E., “La emisión de la letra y las relaciones subyacentes. La provisión de fondos y su cesión”, en *RDBB*, n.º 27, 1987, p. 475.

(36) *Cfr.* URÍA, R., *Derecho mercantil*, cit., p. 957.

(37) En tal sentido, *vid.* CALAVIA MOLINERO, J.M. y BALDÓ DEL CASTAÑO, V., *Letra de Cambio. Estudio sistemático de la Ley Cambiaria de 16 de julio de 1985*, Barcelona, 1985, p. 88; POLO, E., “La emisión de la letra y las relaciones subyacentes. La provisión de fondos y su cesión”, cit., p. 476; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 385; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 62; URÍA, R., *Derecho mercantil*, cit., p. 957. Por su parte, MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., “La llamada ‘cesión de la provisión’ en el Derecho cambiario español”, en *La Ley* 1986-2, p. 1103, aun reconociendo que la provisión de fondos consiste en un crédito, entiende que no necesaria o exclusivamente en favor del librador.

La aceptación de la letra por el librado da lugar a una obligación cambiaria que es diversa de la relación de provisión, aun cuando si es el propio librador el que ejercita la acción cambiaria directa contra el aceptante, éste podrá oponer las excepciones que derivan de la relación subyacente, esto es, de la relación de provisión⁽³⁸⁾. Como destacara BROSETA, cuando se masifica la utilización de la letra de cambio como instrumento para obtener y conceder crédito desaparece de las leyes cambiarias toda mención a la provisión de fondos. Se debe ello a la conversión de la letra en un título abstracto que deja de ser causal, a fin de robustecer la posición de los terceros acreedores que la vayan adquiriendo, robustecimiento que se produce porque tal abstracción impide que los deudores (de obligaciones abstractas y no causales) puedan oponer excepciones personales impropias a tales terceros⁽³⁹⁾. Por todo ello, la vigente LCCH española, siguiendo así el modelo germánico y la Ley Uniforme de Ginebra, ha prescindido de regular la provisión de fondos, salvo en el aspecto relativo a la cesión de ésta⁽⁴⁰⁾.

En efecto, la LCCH dedica su capítulo VIII a la “cesión de la provisión”; integrado únicamente por el art. 69, su tenor es el siguiente: “*Si el librador, mediante cláusula inserta en la letra, declara que cede sus derechos referentes a la provisión, éstos pasan al tenedor*”, añadiendo: “*Notificada al librado la cesión, éste únicamente puede pagar al tenedor debidamente legitimado, contra entrega de la letra de cambio*”. Destaca la doctrina de modo prácticamente unánime que la decisión de introducir el instituto de la “cesión de la provisión” en la LCCH constituyó una decisión de política legislativa para fortalecer los intereses de la Banca, esto es, su finalidad no fue otra que ofrecer una respuesta satisfactoria al deseo de los Bancos descontantes de obtener un reforzamiento de su posición acreedora, especialmente en el supuesto de quiebra del librador

(38) Cfr. art. 67 LCCH.

(39) BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, cit., pp. 618 y 619.

(40) Vid. VERGEZ SÁNCHEZ, M., “La circulación de la letra de cambio” *Derecho Cambiario. Estudio sobre la Ley Cambiaria y del Cheque* (coord. por A. Menéndez Menéndez), Madrid, 1986, quien en p. 506 textualmente dice: “El Derecho cambiario español, teniendo en cuenta lo dispuesto en el artículo 16 del Anexo II del texto de la LU, inspiradora fundamental de su normativa, en el que se establece que tanto la cuestión relativa a la obligación del librador de hacer provisión de fondos, como lo que afecta a los derechos especiales que puedan corresponder al tenedor de la letra sobre dicha provisión, como en general todas las que afecten a la relación fundamental sobre la que se ha emitido la letra, quedan fuera de la Ley uniforme, dejando así facultad a cada Estado contratante para regular esta materia, ha realizado su propia opción legislativa”.

descontatario⁽⁴¹⁾. Este interés aún persiste en los tenedores de las letras de cambio, especialmente en los Bancos, que son los que reciben en descuento la mayoría de las letras en circulación.

Por tanto, parece evidente la vinculación de la cesión de la provisión con el desarrollo y desenvolvimiento del descuento bancario, pues se reconoce⁽⁴²⁾ que la cesión de la provisión de fondos que determina la indisponibilidad del librador sobre ella representa una garantía económica de que la letra, aceptada o no, será atendida⁽⁴³⁾, con lo que se fortalece, por consiguiente, la negociación del documento. Mas, como acertadamente sostiene GARCÍA-PITA Y LASTRES⁽⁴⁴⁾, el descuento cambiario no tiene por objeto el crédito de provisión, sino el propio crédito cambiario contra el aceptante (que es literal y autónomo). Ahora bien, la existencia real del crédito de provisión y su comprobación por el Banco sí debiera ser base del descuento cambiario. Con todo, lo cierto es que tal como está operando la Banca, parece que el descuento se obtendrá, no con la garantía que puede derivar de la existencia del crédito de provisión, sino con apoyo —a veces, exclusivamente— en la solvencia de que goce el librador frente al banco descontante⁽⁴⁵⁾.

Por otro lado, es preciso manifestar cómo en la evolución del propio contrato se ha venido observando el descuento de cada vez mayor cantidad de letras de cambio no aceptadas, lo que nos da pie a realizar unas breves reflexiones al

(41) Cfr. entre otros, CALAVIA MOLINERO, J.M. y BALDÓ DEL CASTAÑO, V., *Letra de Cambio. Estudio sistemático de la Ley Cambiaria de 16 de julio de 1985*, cit., p. 96; POLO, E., “La emisión de la letra y las relaciones subyacentes. La provisión de fondos y su cesión”, cit., pp. 489-490; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 63. En cambio, pone en duda dicha finalidad MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., “La llamada ‘cesión de la provisión’ en el Derecho cambiario español”, cit., p. 1112.

(42) Vid., por todos, VERGEZ SÁNCHEZ, M., “La circulación de la letra de cambio” *Derecho Cambiario. Estudio sobre la Ley Cambiaria y del Cheque* (coord. por A. Menéndez Menéndez), cit., p. 509.

(43) En cambio, MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., “La llamada ‘cesión de la provisión’ en el Derecho cambiario español”, cit., en p. 1104 manifiesta que la cesión de la provisión no comporta una especial garantía de cobro, pues sólo lo será si el librado tiene bienes suficientes. Asimismo, p. 1112, declara que la cesión de la provisión prevista por el art. 69 LCCH sólo tiene eficacia en el supuesto de letras sin aceptación.

(44) Cfr. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 274, quien, además, añade en p. 643 que el Banco no efectúa un descuento de la letra y otro descuento del crédito de provisión, porque entonces hubiera debido verificar un doble anticipo y una doble detracción de intereses.

(45) Cfr., en este mismo sentido, MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., “La llamada ‘cesión de la provisión’ en el Derecho cambiario español”, cit., p. 1104.

respecto. Evidentemente el compromiso cambiario no se asumirá por el librado hasta que no acepte la letra de cambio. Sabido es que el librado no es obligado cambiario, es el receptor del mandato de pago, pero sólo se obliga cambiariamente cuando firma el que firma paga. Ahora bien, nos interrogamos cómo conjugamos la admisión de instrumentos cambiarios no aceptados, en los que tan sólo consta la firma del librador, normalmente correspondiente al propio cliente descontatario, y el propio requisito relativo al descuento, cual es la necesidad de que se trasmita un crédito contra tercero.

Recordemos que el contrato de descuento tiene que recaer sobre un crédito de contenido pecuniario. Es necesario, por tanto, que su objeto sea un derecho de crédito, que el crédito además sea pecuniario —movilización de crédito dinerario— y en cantidades perfectamente determinadas, es decir, créditos de suma de dinero líquida, no vencida y contra terceros.

La consecuencia lógica de la finalidad específica que el contrato de descuento está llamado a satisfacer es precisamente que exista un crédito frente a tercero. Dicho negocio, como ya se adelantó, tiene por objeto permitir que un acreedor pueda disponer inmediatamente de las sumas de dinero que sus deudores le deben, pero que, por estar sometidos los correspondientes créditos a un plazo, no pueden hacerse efectivas de forma inmediata.

¿Qué ocurre cuando el objeto del descuento son letras de cambio no aceptadas? Adelantábamos que si precisamente la exigencia de los Bancos con relación a la solicitud de efectos cambiarios iba relacionada con la valoración-confianza que se tenía con el cliente-descontatario, lógicamente la no-exigencia de aceptación en los efectos cambiarios entregados deriva de esta especial valoración. Con todo, ¿estamos propiamente ante un contrato de descuento? Tras el análisis de los requisitos que tradicionalmente se han venido exigiendo para el descuento, debemos afirmar que no se trata de un verdadero descuento cambiario aquél que recae sobre la letra inaceptada, pues no ha surgido, no existe crédito cambiario alguno.

No obstante, cabría configurar este supuesto como descuento no cambiario, como si se tratara de un crédito no incorporado a un título-valor, siempre que lo descontado sea el crédito causal, esto es la provisión de fondos. Esto tiene su lógica, dado que el Banco no tendría acción cambiaria directamente contra el tercero que, como librado, no aceptó la letra de cambio en cuestión, habiéndose descontado no la letra propiamente, sino el crédito causal (provisión de fondos) que con ese tercero mantuviese el librador-descontatario, razón por la cual lo sitúa como librado de la señalada cambial y siempre que haya

cedido dicha provisión ⁽⁴⁶⁾. El fundamento del descuento lo encontraríamos en la misma base que el de otro tipo de documentos que sólo exteriorizan la existencia de esas relaciones causales. Nos permitimos efectuar esta conclusión, en tanto que consideramos que el contrato de descuento existiría aunque no podría calificarse de cambiario, pues convergen todos los elementos del contrato ⁽⁴⁷⁾. Por el contrario, si esto no sucede, no estaríamos en presencia de un descuento sino de un simple préstamo, pues el Banco es consciente de que no adquiere crédito alguno contra tercero ⁽⁴⁸⁾. Por lo que sólo se podrá entender descuento cambiario aquél que se produzca para las letras de cambio cuando hayan sido debidamente aceptadas ⁽⁴⁹⁾.

Otro aspecto que quisiéramos abordar a colación de las reflexiones apuntadas es si se considera descuento el de aquellas letras de cambio que, debidamente aceptadas, responden tan sólo al pacto de favor entre el firmante de favor y el favorecido, pacto que en principio es lícito si se respetan los límites de su función, es decir, si no se utiliza para una finalidad ilícita —letras de favor—. La cuestión planteada, y con relación al descuento bancario, no está exenta de complejidad, dado que admitir su utilización sin más nos llevaría a que, a través de la apariencia de una operación de descuento, se estaría ocultando una financiación pura, a la que se estarían aplicando las condiciones financieras más ventajosas del descuento ⁽⁵⁰⁾. Sin embargo, la práctica bancaria no se desarrolla en los parámetros expuestos por lo siguiente: en primer lugar, porque cuando a un cliente se le exigen para su descuento estrictamente efectos cambiarios debi-

(46) En efecto, como hemos destacado, el art. 69 LCCH permite que mediante cláusula inserta en la letra el librador ceda sus derechos referentes a la provisión. Lógicamente la acción que tendría el Banco frente al librado no aceptante en virtud de dicha cesión sería extracambiaría.

(47) Avala esta posición también el carácter consensual del contrato de descuento. Pues, perfeccionándose por el consentimiento de las partes intervinientes y creyendo el Banco que tal crédito existe, el hecho de que posteriormente exista o no el crédito base del descuento será una cuestión relativa al cumplimiento o ejecución del contrato, o podrá quizás estimarse nulo por falta de objeto.

(48) En este mismo sentido se manifiesta GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 276.

(49) Podríamos, en la interpretación apuntada, afirmar que estamos en presencia de un contrato de descuento, cuando para ello cambiaria o extracambiaría exista un crédito frente a tercero que se derive del propio documento —descuento cambiario— o provenga de las relaciones preexistentes —descuento en general—.

(50) En opinión de GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 275, nuestro ordenamiento jurídico dispensa protección a la apariencia jurídica creada por una firma de favor.

damente aceptados es porque la valoración de riesgos desaconseja otro tipo de operación, y se necesitan las garantías del rigor cambiario y de los firmantes de la letra; y en segundo lugar, porque si bien la obligación de transmitir el crédito es de la parte descontataria, el descuento en su origen está ciertamente vinculado a un requisito inalienable, cual es la existencia de un crédito frente a tercero. Por lo cual, si el crédito no existe, se le estará privando a la entidad crediticia de la posibilidad de resarcirse con el crédito anticipado, aunque la operación pueda seguir definiéndose en principio como descuento en atención a su perfección consensual y en la medida, como ya expusimos, de que el Banco crea recibir un crédito contra tercero ⁽⁵¹⁾.

Con todo, como quiera que la celeridad del tráfico económico y su traslado a las propias relaciones bancarias impiden la constante verificación acerca de la preexistencia de los señalados créditos, no es infrecuente que a raíz del impago de los documentos se ponga de relieve la inexistencia de causa y de créditos anteriores. Por lo que, en el supuesto de letras de cambio, como la exigencia deriva de la aceptación del propio documento, es decir, nace una obligación cambiaria —cartácea— diferente a la causal, esta construcción nos permite afirmar que estamos siempre en presencia de un contrato de descuento del crédito nacido de la aceptación de la letra, lo que no podríamos afirmar de otros documentos no cambiarios que hubiesen sido objeto de la negociación. No podemos por otra parte olvidar que esta realidad no puede ni debe ser consentida por la descontante, ya que a ésta se le exige el actuar de buena fe, en la creencia de la existencia de esas relaciones causales origen del libramiento de la letra de cambio ya que, en caso contrario, el firmante de favor puede oponer que el tenedor haya actuado “a sabiendas en perjuicio del deudor”, descontándola para luego alegar su carácter de tercero cambiario ⁽⁵²⁾.

Por último, debemos hacer referencia al supuesto de letras de cambio libradas con la cláusula “no a la orden”, exigencia ésta impuesta por las grandes empresas constructoras y/o de servicios aceptantes, impidiendo de este modo que la letra circule como título-valor. Supuesto que ha constituido y constituye un fenómeno frecuente en la práctica, lo que comenzó a evidenciar la apuntada crisis de los títulos valores en la figura del tercero cambiario, y con ello la mayor debilidad de los Bancos como acreedores cambiarios.

(51) *Vid.* nota a pie n.º 47.

(52) Habrá, por tanto, que diferenciar la firma de favor de las denominadas letras de colusión, para hacer referencia a aquellas letras cuya suscripción no respondiera a la existencia de verdaderas relaciones subyacentes de provisión de fondos, o de valuta, y que tampoco tuviesen como objeto la concesión de un “préstamo firma”. *Vid.* GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 435.

Con todo, resulta preciso destacar que la crisis de los títulos-valores en lo atinente a su actual escasa utilización no ha generado la del contrato de descuento en general, ni mucho menos. Al contrario, la superación de los inconvenientes derivados de la denominada esclavitud documental ha desarrollado el contrato y las operaciones de descuento hasta unas cotas que jamás se habían alcanzado con anterioridad, ni siquiera en los tiempos en que la letra de cambio fue sin duda su indiscutible protagonista.

B) Descuento de créditos no documentados en un título-valor

Ni ha habido ni hay obstáculo legal para que el contrato de descuento recaiga sobre un crédito no incorporado a un título-valor⁽⁵³⁾. De manera que, en el sistema español, cualquier crédito —sea o no cambiario y se encuentre o no incorporado a un título-valor—, si satisface los requisitos de tener por objeto una prestación dineraria, ser contra tercero y no haber vencido, tiene aptitud para ser objeto de un contrato de descuento⁽⁵⁴⁾. También esta tesis es sostenida directa o indirectamente por nuestra jurisprudencia⁽⁵⁵⁾ y está, como se ha adelantado, más que corroborada por la práctica.

El descuento de créditos comunes ha de materializarse por medio de la cesión de créditos, de los arts. 1526 y ss. del CC y 347-348 del Código de Comercio —lo mismo que cuando el descuento opera sobre el crédito documentado en letra de cambio que ha sido emitida con la cláusula “no a la orden”—, sin olvidar que el cliente descontatario tiene siempre, en virtud del contrato de descuento, la obligación de restitución si el tercero no paga.

Es preciso poner de manifiesto que la Banca descuenta, cada vez con mayor frecuencia, créditos ordinarios o quirografarios no documentados en títulos-valores, apoyándose en documentos probatorios como recibos y facturas desprovistos de cualquier firma, muchas veces además comunicados en sopor-

(53) Vid. GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, 2.^a ed., Madrid, 1975, pp. 257 y ss.; PÉREZ ESCOLAR, R., *El contrato de descuento*, Madrid, 1982, pp. 77 y ss.; MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Calificación jurídica del ‘crédito de descuento’ documentado en póliza”, *Estudios de Derecho bancario y bursátil* (homenaje a Evelio Verdera y Tuells), tomo II, Madrid, 1994, pp. 1799 y 1800; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, cit., p. 457; SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, cit., p. 345; y con amplia exposición, referidas tanto al Derecho comparado como al español y abundantes precisiones, GARCÍA-PITA y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., pp. 257 y ss.

(54) Vid. por todos GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, cit., pp. 246 y ss.

(55) Cfr. SSTS de 21 de junio de 1963 (RJ 1963/3465), de 5 de mayo de 1975 (RJ 1975/202), de 14 de abril de 1980 (RJ 1980/1415), de 11 de junio de 1993 (RJ 1993/5267) y de 24 de septiembre de 1993 (RJ 1993/6742).

tes magnéticos, basándose en las declaraciones efectuadas por los cedentes. Parece pues, como hemos adelantado, que en la práctica bancaria predomina, al celebrarse el contrato de descuento, más la solvencia del descontatario que la del tercero deudor, de tal modo que en ocasiones no se descuentan los créditos en consideración a la “provisión de fondos”, sino que se hace en atención a la propia garantía que le otorga la persona del descontatario. Esta forma de operar en el tráfico económico, legítima pero arriesgada, puede ocasionar no pocos problemas de cobro, máxime cuando la solvencia del descontatario en el momento del vencimiento del crédito ha decaído, y es en el momento en que se pretende cobrar del tercero deudor cedido cuando se advierte que los pretendidos créditos no respondían a operaciones comerciales reales. Esta actuación conlleva la consiguiente dificultad inclusive para apreciar estafa por parte del descontatario, dada la falta de engaño suficiente, como así ha tenido ocasión de manifestar la jurisprudencia⁽⁵⁶⁾.

La denominada esclavitud documental en las diferentes consideraciones económicas y sociales expuestas abrió nuevas expectativas al descuento, convirtiéndose básicamente en la actualidad en un contrato que tiene como objeto el anticipo de recibos y facturas.

Parece evidente que el llamado “descuento de facturas” no sea otra cosa que el descuento del crédito común representado en dicho documento, razón por la cual resulta preciso acudir al expediente de la cesión de créditos propia del derecho civil o mercantil no cambiario. En estas condiciones, parece posible afirmar que cuando se habla del descuento de la factura se está haciendo referencia a la negociación de uno o varios créditos comerciales, acompañados de un documento probatorio de cierto rigor, que es la factura, pero que, en ausencia de ésta, se mantendría inalterado porque la posesión del documento no es necesaria para el ejercicio del derecho⁽⁵⁷⁾.

Por otro lado, cuando nos referimos a los recibos, éstos, a diferencia de las facturas, no incluyen los datos relativos a la transacción económica efectuada, con descripción de las mercancías, tipo, cantidad, precio, etc.; en definitiva, la expresión de las obligaciones principales derivadas del contrato celebrado simplemente suelen recoger un vencimiento, con un domicilio de pago, una cantidad, y la mención de la persona física o jurídica supuestamente obligada a su pago, ya que, como tal recibo, en modo alguno se consignan en éste firmas de personas distintas a aquél que lo emite, es decir, su descontatario.

⁽⁵⁶⁾ Cfr. SSTS de 18 de junio de 1993 (RJ 1993/5182), de 25 de marzo de 1997 (RJ 1997/1951) y de 20 de julio de 1998 (RJ 1998/5844).

⁽⁵⁷⁾ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit. pp. 336-337.

Las facturas y los recibos son documentos que hacen prueba de la preexistencia de los créditos que se declaran por lo que se suelen anticipar por parte de los Bancos, incluyendo en las pólizas cláusulas del siguiente tenor:

A) “El cliente **se responsabiliza de la veracidad de los datos incluidos** en el soporte magnético o transmitidos electrónicamente. Cuando se trate del descuento de créditos comerciales representados en documentos físicos, éstos estarán extendidos bajo la exclusiva responsabilidad del cedente... Respecto a aquellos documentos que no sean transmisibles por endosos, **el cliente manifiesta que cede y transmite al Banco desde este momento todos los créditos que en el futuro le sean descontados**. Por lo que el cliente se obliga a facilitar al Banco toda la documentación o información necesaria con relación a los créditos cedidos y, en su caso, **a formalizar los documentos que pudieran ser necesarios en relación con la cesión, incluso a efectos de la notificación prevista en el artículo 347 del Código de Comercio**”.

B) “El acreditado asegura la exacta correspondencia entre el contenido de los soportes magnéticos entregados, los listados y la factura remesa de efectos, los cuales estarán firmados por personas con facultades bastantes, así como que las cantidades adeudadas por sus clientes **corresponden a créditos legítimos representativos del precio de bienes o servicios derivados de operaciones de comercio...**”.

C) “El cliente se compromete a no intentar, directa, ni indirectamente, el cobro total o parcial a sus deudores, de los créditos descontados... sin autorización expresa del Banco; para ello..., **responde el Cliente, en todo caso, de la solvencia de sus deudores, de la existencia y legitimidad del crédito cedido, así como de que dichos documentos se encuentran libres de toda traba o afección y de que no han sido reclamados, ni compensados, ni embargados**”.

Por lo expuesto, observamos que se reitera y se insiste en la práctica contractual bancaria sobre la necesaria realidad de los créditos descontados, ya que el conjunto de obligaciones impuestas al descontatario gira en torno a su existencia. Puede afirmarse —dado que en el contrato de descuento subyace básicamente el anticipo de un crédito, tanto causal como cambiario, según el documento en el que se represente—, que cuando el crédito no exista, faltará un aspecto esencial del contrato, es decir, la identificación de un crédito frente a tercero. Dicho presupuesto hace posible la realidad del descuento, contrato que luego se perfeccionará a través del consentimiento siguiendo a los que defienden su naturaleza consensual (art. 1258 del CC) —por la que nos hemos decantado—, o a través de la entrega para aquellos otros que defienden su naturaleza real.

Normalmente, y respecto a la cesión de los créditos, suele pactarse que *“Para aquellos que no sean transmisibles por endoso, el cliente manifiesta en este acto que cede y transmite al Banco los documentos que en el futuro presente a este último para su negociación. Dicha cesión tendrá efectividad desde la fecha en que el Banco abone al Cliente el importe de éstos, de acuerdo con lo pactado en el presente contrato. En este último caso el Cliente deberá comunicar la cesión al obligado u obligados al pago”*.

De los términos expuestos destaca claramente que una de las obligaciones fundamentales relativas a la figura del descontatario consiste precisamente en ceder, en transmitir el propio crédito descontado. Hemos afirmado que es la propia existencia de este crédito la que posibilita la operación de descuento, con independencia de su perfección consensual. Y ello es así, ya que el descontatario se obliga a entregar al Banco para su descuento exclusivamente efectos representativos del precio de bienes o servicios derivados de las operaciones comerciales efectuadas, respondiendo de que su existencia y libramiento se corresponda con la existencia de créditos reales, legítimos. Inclusive, cuando los señalados sean referenciados en soportes magnéticos, con listados de facturas, recibos, etc., el descontatario asegura la exacta correspondencia entre el contenido de éstos y los créditos derivados de sus operaciones de comercio.

Si de lo que se trata es de descontar meros créditos, simples derechos incorporeales, entonces apenas será necesaria ninguna actuación adicional por parte del descontatario, porque su voluntad contractual, por sí sola, ya bastaría para producir el efecto alienatorio del crédito, que pasaría al patrimonio del descontante sin necesidad de ninguna entrega, ni por tanto de ninguna prestación de dar. La cesión de créditos es, por consiguiente, consecuencia inherente del propio contrato de descuento, que no requiere de otras formalidades y/o consentimientos para que se entienda realizada⁽⁵⁸⁾.

Ahora bien, la inexistencia del crédito, dada su simulación, podría determinar la nulidad del propio descuento, ya que estaría viciado de nulidad absoluta al faltarle su objeto, ese crédito que la entidad descontante puede elegir en hacer suyo para resarcirse de las cantidades anticipadas, y que sólo con posterioridad averigua que no existe.

(58) Normalmente las cláusulas contractuales recogen que la cesión tendrá efectividad desde la fecha en que el Banco abone al cliente el importe del descuento, con lo que simplemente se establece una obligación adicional relativa a facilitar al Banco toda la documentación o información necesaria con relación a los créditos ya cedidos.

Identificamos por esto, según anticipamos, la fuente del deber de información, esto es, del deber de declaración⁽⁵⁹⁾ acerca del tipo de crédito que se trae al descuento. La fuente debe residir en la buena fe, y suele así recogerse —como hemos expuesto— en las condiciones generales del contrato de apertura de la línea de descuento.

La violación del deber de información puede llevar asociadas consecuencias en la fase ejecutiva del contrato, provocando incumplimiento o cumplimiento defectuoso de la prestación. Esto sucederá básicamente en los supuestos de contrato de descuento consensuales y en las aperturas de líneas de descuento, muy frecuentes en la práctica, en los que la relación obligatoria se inicia desde que se intercambian los consentimientos y no desde que se abona el capital y se entregan los títulos⁽⁶⁰⁾.

Por otro lado, resulta oportuno mencionar cómo el descuento se ha convertido no sólo en una operación bancaria singular y principal, sino básicamente en un instrumento que, tanto como eje central o accesorio vinculado a otros contratos principales, se utiliza en la operativa bancaria como una garantía añadida a la contratación⁽⁶¹⁾.

Evidentemente, sigue siendo el descuento protagonista de gran número de operaciones bancarias, instrumento eficaz para facilitar la financiación, y en donde el crédito común, es decir, no representado en documentos cambiarios,

(59) Deber de declaración que suele consistir en la obligación que asume el cliente descontatario responsabilizándose de la veracidad de los datos que incluye en soportes magnéticos o transmite electrónicamente, de la corrección y realidad de las relaciones económicas, subyacentes base y objeto del señalado descuento. La doctrina española recoge la obligación del descontatario acerca de proporcionar datos veraces en relación con los documentos que presenta para su descuento, indicando si estos responden a operaciones comerciales o no. Este deber puramente contractual nace a partir del momento de la conclusión del contrato por el mero consentimiento. Y a partir de ese momento su contenido viene determinado por factores como la naturaleza del contrato, la buena fe, el uso y la ley. Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, cit., p. 448.

(60) Vid. PAZ-ARES, C., *La Letra de Favor*, Madrid, 1987, p. 54.

(61) En este sentido, en los últimos tiempos se han venido imponiendo en la práctica bancaria determinadas operaciones de financiación que bajo la modalidad y/o definición como **“Pólizas de Comercio Exterior”** tienen por objeto: **“...anticipos para financiar exportaciones, tanto en euros como en divisas, incluso los realizados a través del descuento o gestión de cobro de efectos, recibos u otros documentos, sobre España o País extranjero”**. Esta tradicional figura alcanza, bajo una modalidad específica de financiación, al anticipo de los créditos que los clientes han generado con deudores en terceros países, cediendo el cliente expresamente y salvo buen fin cuantos derechos de cobro y cualesquiera otros les pudieran corresponder con relación a cuantas financiaciones o asunciones de riesgo sean concedidas por el Banco. Cesiones que se efectúan expresa y formalmente, salvo buen fin, y previa conformidad por los deudores de las facturas que hubieran emitido.

incluso en ningún papel, se ha convertido en su objeto por excelencia, superándose de este modo la esclavitud documental.

III. EL LLAMADO EN LA PRÁCTICA BANCARIA “ANTICIPO” ¿ESTAMOS ANTE UN VERDADERO DESCUENTO?

En la práctica bancaria, y a través del análisis de las cláusulas más frecuentemente utilizadas en los contratos identificados bajo la modalidad “**Póliza para descuento y/o anticipo**”, o bien “**póliza de negociación bancaria de letras, pagarés... créditos cedidos en soporte magnético y otros**”, observamos que se distingue entre el descuento propiamente dicho y la operación de “anticipo”, en función de que los documentos representativos de los créditos se entreguen salvo buen fin —propio de la cesión a través del descuento— o se cedan simplemente para su gestión de cobro —identificando esta gestión como la de mero “anticipo”—.

Otro criterio diferenciador parte de que el descuento admite cualquier forma de representación documental del crédito, es decir, a través de letras, pagarés, certificados, recibos, facturas, soporte magnético y, sin embargo, el denominado “anticipo” sólo admite un soporte magnético o transmisión de sus datos por soporte electrónico. Ciertamente no estamos hablando de diversas modalidades del descuento, y mucho menos que el “anticipo” se trate de un subtipo de éste, inclusive cuando el término anticipo (adelanto) va ineludiblemente vinculado a lo que es propiamente el descuento. Así, según la STS de 28 de junio de 2001 ⁽⁶²⁾, en su Fundamento de Derecho segundo, al referirse al contrato de descuento recoge que es un “contrato de crédito y de liquidez que se caracteriza porque el Banco anticipa al cliente el importe del crédito que éste tiene con un tercero, previa deducción de los intereses correspondientes por el tiempo que falta para su vencimiento, mediante la adquisición por el Banco de la titularidad del crédito cedido, y en el que la cesión tiene lugar ‘pro solvendo’ y con la cláusula ‘salvo buen fin’ (...) Precisamente, ese doble mecanismo del anticipo (con el descuento) y el derecho de reintegro en el caso de fracaso del cobro del crédito, constituye el aspecto más característico de la operación de descuento. El anticipo puede tener lugar de diversas formas, y entre ellas el ingreso en una cuenta de crédito. Y el derecho de reintegro puede ejercitarse judicialmente a través de diferentes acciones o hacerse efectivo extrajudicialmente mediante el contra-asiento, que como modalidad del derecho de reintegro consiste en la operación de cargar al librador los efectos que resultaron impagados...”.

(62) Cfr. STS de 28 de junio de 2001 (RJ 2001/4980).

Es inevitable utilizar la palabra anticipo cuando nos referimos al descuento, ya que constituye su esencia y definición⁽⁶³⁾, sin que jurídica, técnica y/o doctrinalmente exista por el momento una modalidad y/o contrato *per se* denominado “anticipo”. La gestión de cobranza a la que hace referencia la práctica bancaria se puede producir tanto en créditos documentados en papel como en soporte magnético y/o electrónico, y se refiere a un tipo de entrega que no confiere derechos sobre éstos, sino tan sólo genera la obligación de prestar un servicio y cobrar por éste. Por ello, a nuestro juicio, la diferenciación que se realiza en la práctica resulta errónea si tenemos en cuenta que en el denominado “anticipo” también existe adelanto de fondos⁽⁶⁴⁾.

Como ya adelantamos precisamente cuando diferenciamos lo que en la práctica bancaria se distingue como descuento y “anticipo”, observamos que básicamente la expresión descuento lleva implícita la cesión de los créditos al Banco salvo buen fin; sin embargo en el “anticipo” de los créditos comerciales se trata de su gestión de cobro y, por ende, sin la cesión de créditos implícita en el anterior. Es decir, en la práctica el denominado “anticipo” conlleva que por el Banco se adelanten y abonen los importes recogidos en los datos proporciona-

(63) Cfr. STS de 10 de marzo de 2000 (RJ 2000/1351).

(64) Hemos advertido que, si bien la expresión anticipo va íntimamente ligada a la operación de descuento, su expresión autónoma pero vinculada al adelanto de fondos no nos lleva por ahora necesariamente a la identificación del descuento. Ahora bien, esta afirmación no supone obstáculo alguno para admitir que en otras ocasiones existan otra serie de figuras contractuales como el *factoring* y, en concreto, en su modalidad con recurso y financiación, donde existe ciertamente anticipo de crédito con efectiva cesión de los derechos, y no por ello debemos darle naturaleza de descuento al indicado contrato. Su auténtica calificación nos la debe dar el análisis del conjunto de los pactos y obligaciones y finalidad para la que nace. Y es que cada vez es más frecuente en el tráfico económico la aparición de figuras contractuales, normalmente importadas, atípicas en su regulación, pero con suficiente identidad y que reúnen, convergiendo en ellas, requisitos o peculiaridades de otras más tradicionales. Sobre este particular merece la pena destacar el artículo de GARCÍA SOLÉ, F., “Factoring con recurso y financiación. (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de febrero de 2003)”, en *Diario La Ley*, n.º 5756, de 8 de abril, en cuya p. 2 señala: “...El Tribunal Supremo ha venido a admitir con la señalada Sentencia que tanto si se admite que el Factoring con recurso y financiación constituye una modalidad de descuento, o si se considera un préstamo o una compraventa de créditos, procede aceptar que las cesiones de créditos realizadas en el espacio de este contrato transmiten de forma plena la propiedad de los créditos objeto de los mismos al factor...”. Igualmente, con ocasión de una Sentencia anterior, en concreto la del Tribunal Supremo de 2 de febrero de 2001, cabe mencionar el trabajo de CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., “Contrato de Factoring y contrato de Descuento. (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 2 de febrero de 2001)”, en *Actualidad Civil*, n.º 29, 16 al 22 de julio de 2001, en cuya p. 1055 destaca: “...Es, precisamente el de financiación en que puede asemejarse el contrato de factoring al contrato de descuento, dado que la sociedad de factoring financia los créditos que le son transmitidos, anticipando su importe antes del vencimiento con deducción de los correspondientes intereses. En este caso, efectivamente, la función económica del contrato de factoring es equivalente a la proporcionada por un contrato de descuento”.

dos, pero con la diferencia básica respecto del descuento de que no existe cesión de los créditos abonados. Sin embargo, nos parece que el “anticipo”, de ser mera gestión de cobranza y no conllevar cesión implícita de los créditos gestionados salvo buen fin, no tendría por qué suponer adelanto de las cantidades declaradas, ya que si este adelanto existe, como así ocurre, este proceder, al margen de producir extrañeza y llevar a confusión con el propio descuento, nos conduce a plantearnos su razón de ser.

Insistimos en que se reserva la expresión “anticipo” cuando formalmente no hay entrega de un papel cambiario, factura, recibo, etc., en definitiva, hay ausencia de un documento físico aunque se transmita vía electrónica, con lo cual la denominación “anticipo” se utiliza cuando el Banco recibe y captura datos de créditos que se relacionan numéricamente en listados, ficheros, etc., sin que formalmente por dicha vía electrónica o por soporte magnético se entregue y/o reciba el formato de recibos.

Observamos que esta última diferenciación obedece, creemos, a nuestra cultura cartácea, vinculada al papel y al documento y que erróneamente ha buscado una interpretación diferente cuando el crédito a descontar no se representa en papel, sin tener en cuenta que la esencia no está en el documento en sí sino en la naturaleza del crédito a descontar. Da la impresión de que lo que se ha querido distinguir es la mayor credibilidad o legitimidad que aparenta el crédito representado en documento frente al crédito simplemente declarado, cuando en realidad el segundo requeriría ciertas garantías y necesitaría, con mayores motivos, que llevase anexa la cesión implícita de los derechos anticipados, salvo buen fin, porque en definitiva no sólo se efectúa la gestión de cobro, sino que existe coetáneamente anticipo de fondos.

Tal vez por la señalada cultura se interpretó de nuevo erróneamente la existencia de dificultades para la cesión de los créditos no representados en soportes de papel, cuando acontece en realidad que, en relación a los créditos suministrados vía electrónica para su descuento, el régimen de la cesión de créditos no se modifica en función de la vía escogida, ya que el contrato electrónico bancario, como cualquier otro contrato celebrado vía electrónica, se perfecciona mediante la declaración de voluntad telemática, tal y como reconocen la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio Electrónico y la propia Circular 3/2001, de 24 de septiembre, del Banco de España, que se adelanta a la citada Ley ⁽⁶⁵⁾.

⁽⁶⁵⁾ En efecto, la citada LSSICE recoge en sus arts. 23 y 24: Los contratos celebrados vía electrónica producirán todos los efectos previstos por el ordenamiento jurídico... Así como que la prueba de las obligaciones que tienen su origen en él se sujetará a las reglas generales del

Los créditos declarados para su descuento, y cuyas circunstancias son transmitidas vía electrónica, se sujetan por tanto a los requisitos generales ya analizados cuando tratamos la perfección consensual del citado contrato, así como en relación con las consecuencias y regulación de la cesión implícita de los créditos anticipados. Si sobre este particular existe alguna especialidad en concreto, vendrá determinada, como en cualquier otro contrato celebrado vía electrónica, por las circunstancias de su prueba, de su contenido y realidad. El envío de datos de forma electrónica no conlleva por sí la falsedad de los datos consignados, justificado por el riesgo del medio utilizado, ya que indudablemente siempre cabe comprobación de lo declarado; cosa diferente es “asumir el riesgo del propio medio”.

Superadas —creemos— las reticencias en función de la vía escogida, la cesión al Banco descontante de los créditos anticipados requiere por parte de la descontataria de la entrega y remisión de toda la información, documentación, etc., sobre unos derechos que ya no titula, obligaciones que quedan reguladas y perfiladas dentro de los pactos a los que se sujetan las partes en su contrato. Todo ello independientemente de los documentos objeto del descuento (letras y/o pagarés no a la orden, recibos sin firmas de terceros, listados en soportes magnéticos, etc.), ya que precisamente lo que se identifica ahora son las relaciones primitivas, causales del descontatario con su red de proveedores, clientes, etc., y evidentemente es la descontataria la única que puede proporcionarlas. La eficacia traslativa de la propiedad de los créditos en el marco del contrato del descuento, tanto documental como no documental, se produce en virtud del contrato celebrado, ya que éste produce una efectiva transmisión del crédito, y ello con independencia del adelanto al tratarse precisamente de un contrato consensual.

En conclusión, a nuestro juicio esta práctica bancaria que reserva el llamado “anticipo” para créditos declarados por medios electrónicos, donde el Banco los adelanta al cliente con deducción de un interés, participa, por consiguiente, de características comunes al contrato de descuento. Sin embargo, se diferencia de éste en que el llamado “anticipo” no lleva la cesión de los créditos anticipados salvo buen fin, característica como sabemos básica y esencial en el descuento. Por lo que, ante esto, dejamos abierta la puerta a analizar con mayor detenimiento en un futuro trabajo si estamos realmente ante una nueva figura contractual atípica o si, por el contrario, se trata simple y llanamente de una práctica bancaria transitoria que no ha sabido encajar cómo realizar la cesión de

ordenamiento jurídico y, en su caso, a lo establecido en la legislación sobre firma electrónica. Asimismo vid. MATEU DE ROS, R. y LÓPEZ-MONIS GALLEGU, M., “La Circular 3/2001 del Banco de España y los Contratos Bancarios Electrónicos?” en *RDBB*, n.º 87, julio-septiembre de 2002, pp. 14 y ss.

créditos meramente declarados vía electrónica. Esta última alternativa es por la que de momento nos decantamos en atención a las razones ya aducidas, esto es, en síntesis por el peso que en nuestra cultura ha tenido el papel, pues no alcanzamos a entender qué motivación, necesidad o interés pretenda satisfacer el llamado “anticipo” que no concurra en el descuento.

IV. BIBLIOGRAFÍA

AA.VV., *Lecciones de Derecho Mercantil* (dir. A. Menéndez) 2.^a ed., Madrid, 2004.

AA.VV., *Contratos mercantiles* (dir. por A. Bercovitz Rodríguez-Cano y M.A. Calzada Conde), Pamplona, 2001.

AA.VV., *Derecho Mercantil*, 2 (dir. G.J. Jiménez Sánchez), 8.^a ed., Barcelona, 2003.

BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 9.^a ed., Madrid, 1991.

CALAVIA MOLINERO, J.M. y BALDÓ DEL CASTAÑO, V., *Letra de Cambio. Estudio sistemático de la Ley Cambiaria de 16 de julio de 1985*, Barcelona, 1985.

CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., “Contrato de Factoring y contrato de Descuento. (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 2 de febrero de 2001)” *Actualidad Civil*, n.º 29, 16 al 22 de julio de 2001.

CHULIÁ VICENT, A. y BELTRÁN ALANDETE, T., *Aspectos jurídicos de los contratos atípicos IV*, Barcelona, 1999.

EIZAGUIRRE, J.M., “La opción por el concepto amplio de título-valor”, *RDBB*, n.º 57, 1995.

— “Los valores en papel” *RDM* n.º 229, julio/septiembre 1998.

FERNÁNDEZ RUIZ, J.L. y MARTÍN REYES, M.A., *Fundamentos de Derecho Mercantil*, tomo II, 2.^a ed., Madrid, 1999.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., *El contrato bancario de descuento*, Madrid, 1990.

— “Contrato de descuento y cuenta corriente bancaria”, en AA.VV., *Comentarios a Jurisprudencia de Derecho bancario y cambiario* (coord. por Fernando Sánchez Calero y Juan Sánchez-Calero Guilarte) vol. I, Madrid, 1993.

— “Los títulos-valores, como objeto de derechos reales y el contrato de descuento” en, *RDBB*, n.º 74, 1999.

— “Naturaleza Jurídica de los valores tabulares”, *RDBB* n.º 74, abril/junio 1999.

GARCÍA SOLÉ, F., “Factoring con recurso y financiación. (Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de febrero de 2003)” *Diario La Ley*, n.º 5756, de 8 de abril.

GARRIGUES, J., *Contratos bancarios*, 2.ª ed., Madrid, 1975.

HUECK, A. y CANARIS, C-K., *Derecho de los títulos-valor* (traducción de Jesús Alfaro), Barcelona, 1988.

MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., “La llamada ‘cesión de la provisión’ en el Derecho cambiario español” *la Ley*, 1986-2.

MATEU DE ROS, R. y LÓPEZ-MONIS GALLEGO, M., “La Circular 3/2001 del Banco de España y los Contratos Bancarios Electrónicos”, *RDBB*, n.º 87, julio-septiembre de 2002.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Calificación jurídica del ‘crédito de descuento’ documentado en póliza”, *Estudios de Derecho bancario y bursátil* (homenaje a Evelio Verdura y Tuells), tomo II, Madrid, 1994.

OLIVENCIA, M., “La incorporación”, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987.

PARICIO SERRANO, L., “La evolución del título-valor y el artículo 1348 del Código Civil”, *RDBB* n.º 31, 1988.

PAZ-ARES, C., *La Letra de Favor*, Madrid, 1987.

— “La Desincorporación de los títulos-valor (El marco conceptual de las anotaciones en cuenta)”, AA.VV., *El Nuevo Mercado de Valores* (Seminario sobre el nuevo Derecho español y Europeo del Mercado de Valores, organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995), Madrid, 1995.

PÉREZ ESCOLAR, R., *El contrato de descuento*, Madrid, 1982.

POLO, E., “La emisión de la letra y las relaciones subyacentes. La provisión de fondos y su cesión”, *RDBB*, n.º 27, 1987.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil*, II, 25.ª ed., Madrid, 2003.

URÍA, R., *Derecho Mercantil*, 28.ª ed., Madrid, 2002.

VERGEZ SÁNCHEZ, M., “La circulación de la letra de cambio”, *Derecho Cambiario. Estudio sobre la Ley Cambiaria y del Cheque* (coord. A. Menéndez Menéndez), Madrid, 1986.

VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho Mercantil*, II, 3.ª ed., Barcelona, 1990.

JURISPRUDENCIA

CLÁUSULAS ABUSIVAS DE LOS CONTRATOS BANCARIOS POR APLICACIÓN DE LA LEY DE CONDICIONES GENERALES DE LA CONTRATACIÓN

*(Comentario a la Sentencia de la Sección 13.^a de la Audiencia Provincial
de Madrid, de 11 de mayo de 2005) (*)*

EMILIO DÍAZ RUIZ

*Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

En fecha de 24 de septiembre de 2003, el Juzgado de Primera Instancia n.º 44 de Madrid dictó Sentencia en una acción colectiva planteada, al amparo de lo dispuesto en la Ley de Condiciones Generales de la Contratación (“LCGC”), por parte de la Organización de Consumidores y Usuarios (“OCU”), contra diversas entidades de crédito solicitando la declaración de nulidad, por abusivas, de diecisiete distintas cláusulas bancarias que las referidas entidades (aunque no todas incorporaban la totalidad de las cláusulas impugnadas) utilizaban en sus contratos de préstamo o crédito y otras operaciones vinculadas a ellos (especialmente tarjetas y banca electrónica). Esta Sentencia, que estimaba en gran parte la demanda de la OCU, fue objeto de abundantes comentarios ⁽¹⁾. Apelada tanto por la demandante como por las entidades demandadas, ha sido confirmada en su mayor parte por la Audiencia Provincial de Madrid mediante sentencia de 11 de mayo de 2005, si bien revoca la declaración de nulidad de algunas de las cláusulas bancarias que el Juzgado había considerado abusivas y, por ende, nulas, con unos razonamientos, en mi opinión, muy bien fundamentados, a los que luego se hará referencia. Siguen los fundamentos de derecho Tercero y Sexto a Vigésimosegundo de la referida Sentencia.

(*) Ponente: Ilmo. Sr. D. José Luis Zarco Olivo.

(1) Véase, por todos, el más completo de ellos, de María Amalia BLANDINO GARRIDO, *Revista de Derecho Privado*, 2004, pp. 213 a 225, si bien esta autora se muestra, en mi opinión, excesivamente adherida a los postulados que sostiene la Sentencia que comenta, que ahora la Audiencia Provincial ha venido, creo que correctamente, a revocar en algunos aspectos en los que el Juzgado de Primera Instancia claramente se excedió al declarar abusivos pactos que no lo eran.

FUNDAMENTOS DE DERECHO

(...)

Tercero.—Para una mejor comprensión de los presentes recursos, mantendremos el orden seguido por la sentencia contra la que ahora se recurre —con el consiguiente auto aclaratorio— toda vez que las impugnaciones formuladas tanto por las demandadas como por la actora imponen a este Tribunal el examen de la totalidad de las cláusulas bancarias relacionadas en la demanda. Por otra parte, en la medida que las alegaciones de las distintas sociedades demandadas-apelantes sean coincidentes, daremos las mismas por reproducidas en evitación de repeticiones innecesarias.

(...)

Sexto.—Cláusula Primera: Falta de información al cliente de las tarifas de comisiones y gastos de la cuenta:

1. “(La entidad) podrá aplicar comisiones por administración y mantenimiento de la cuenta, cuya cuantía figurará en cada momento en el libro de tarifas y comisiones, y cualquier otra permitida por la Ley vigente y también publicada en dicho libro, de conformidad con lo dispuesto por el Banco de España” (Libreta de Ahorro y Contrato Cuenta Corriente Caja Madrid).

2. “Las Tarifas generales de Comisiones y Gastos repercutibles del Banco se hallan a disposición del Titular en todas las Oficinas del Banco” (Contrato de tarjeta, BBVA).

Ante las alegaciones de Caja Madrid en el sentido de que “todo usuario de servicios financieros conoce que se le van a cobrar una serie de gastos y comisiones por los servicios prestados” y que “se trata de uno de los supuestos en que dicha entidad ya no usa la cláusula denunciada”, se ha de comenzar rechazando los mismos. En el primero de los supuestos porque lo que se discute no es el principio de presunción de onerosidad de los contratos sino de la ausencia o insufi-

ciencia de la información prestada por las entidades demandadas a los usuarios de sus servicios; información que ha de abarcar no sólo la existencia de tales gastos y/o comisiones, sino también su cuantía. Ha de perseguir, no tanto la cantidad, cuanto la claridad, transparencia y proporcionalidad de su términos, facilitando al consumidor la oportunidad de su entendimiento. Obligación de transparencia que se infiere, entre otras disposiciones, del art. 7.4 de la Orden de 12 de diciembre de 1989 (RCL 1989, 2700) y de la norma 6.ª de la Circular del Banco de España 8/1990, de 7 de septiembre (RCL 1990, 1944) —citadas en la sentencia de primera instancia— así como de la Orden de 5 de mayo de 1994 (RCL 1994, 1322), sobre Transparencia de las Condiciones Financieras de los Préstamos Hipotecarios; de la Ley 2/1994, de 30 de marzo (RCL 1994, 999), sobre Subrogación y Modificación de Préstamos Hipotecarios; de la Ley 7/1995, de 23 de marzo (RCL 1995, 979 y 1426), sobre Crédito al Consumo; y, más recientemente, de la Ley 7/1998, de 13 de abril (RCL 1998, 960), sobre Condiciones Generales de la Contratación, que, mediante la transposición de la Directiva 93/113/CEE, del Consejo, de 5 de abril de 1993 (LCEur 1993, 1071), amplía el marco jurídico de protección al consumidor —constituido básicamente por la LDGCU (RCL 1984, 1906)— disponiendo expresamente en el preámbulo de su Exposición de Motivos que las condiciones generales “formen parte del contrato, sean conocidas o —en ciertos casos de contratación no escrita— exista posibilidad real de ser conocidas, y que se redacten de forma transparente, con claridad, concreción y sencillez”; exigiendo, además, que cuando se contrate con un consumidor, no sean abusivas. Desarrollando dicho principio el art. 10.1 de la citada Ley dispone que, entre los requisitos que deben reunir las cláusulas, condiciones o estipulaciones que, con carácter general, se apliquen a la oferta, promoción o venta de productos o servicios, incluidos los que faciliten las Administraciones Públicas y las Entidades y Empresas de

ellas dependientes, conste: a) Concreción, claridad y sencillez en la redacción, con posibilidad de comprensión directa, sin reenvío a textos o documentos que no se faciliten previa o simultáneamente a la conclusión del contrato, y a los que, en todo caso, deberá hacerse referencia expresa en el documento contractual.

Tampoco puede prosperar la alegación de dicha mercantil apelante relativa a la falta de uso de las cláusulas antedichas en la medida que la presente resolución responde a pedimentos de la entidad actora referidos a hechos anteriores a la presentación a la demanda y cuya inobservancia actual por parte de Caja Madrid tampoco garantiza, frente a la OCU, que en lo sucesivo no vuelvan a utilizarse. En cualquier caso nos remitimos a la prueba documental obrante a los folios 123 y siguientes de las actuaciones —consistentes en impresos de contrato de libreta de ahorro y de cuenta corriente de Caja Madrid— en cuyo reverso, dentro de las condiciones generales, se aprecia la insuficiente información antedicha sobre los intereses y comisiones aplicables.

También BBVA impugna los pronunciamientos de la sentencia de primera instancia en cuanto aplicables a la cláusula 16 de los contratos denominados Integral Visa Electrón y Tarjeta Visa o Mastercard —correspondientes a los documentos 14 y 15 de los acompañados con la demanda— a cuyo tenor “las tarifas generales de Comisiones y Gastos Repercutibles del Banco se hallan a disposición del titular en todas las oficinas del Banco”.

Según dicha mercantil, las referidas cláusulas no merecen la consideración de abusivas toda vez que no deben ser interpretadas aisladamente sino dentro del conjunto de las cláusulas del contrato que demuestran el cumplimiento de la normativa sectorial. Frente a ello nos remitimos a lo anteriormente expuesto en el sentido de que las cláusulas impugnadas, además de abusivas, pueden ser anuladas como consecuencia del desequilibrio que para los derechos de los

consumidores supone una información incompleta de las comisiones y/o gastos repercutibles. Tampoco la alegación de tratarse de una información general, completada con otras cláusulas del contrato, impide declarar la nulidad de aquellas pues, admitiendo dicha alegación de la mercantil recurrente, nada obsta a que se declare la nulidad de la cláusula impugnada sin perjuicio de que subsista la validez de aquellas otras que no incumplen la obligación de información clara y transparente a los consumidores.

Por cuanto antecede se desestima este motivo impugnatorio.

Séptimo.—Cláusula Segunda: Impone al cliente un fuero judicial territorial a conveniencia de la entidad, en caso de litigio (sumisión expresa):

“Las partes contratantes renuncian expresamente al fuero personal que tuvieren y se someten expresamente a la competencia y jurisdicción de los Juzgados y Tribunales de...”.

Comienza Caja Madrid reiterando sus alegaciones relativas la supresión de dicha cláusula en los contratos de cuenta corriente, libreta de ahorro y tarjeta, por lo que, en evitación de repeticiones innecesarias, nos remitimos a lo anteriormente expuesto. Igualmente compartimos lo argumentado en el “Fundamento de Derecho Octavo” de la sentencia de primera instancia, así como la aplicación que en él se hace del art. 54 —aunque por error material se cite el art. 56— de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) y de la Directiva Comunitaria 93/13, de 5 de abril (LCEur 1993, 1071). Cuestión repetidamente resuelta por la jurisprudencia seguida, entre otras, por la STS de 14 de abril (RJ 2000, 3228) y 29 de noviembre de 2000 (RJ 2000, 9246); 27 de diciembre de 2001 (RJ 2002, 3088); y 14 de octubre (RJ 2002, 9983) y 22 de noviembre de 2002 (RJ 2002, 10365) —así como las que en ellas se citan— en el sentido de considerar nulas por abusivas, dado el desequilibrio que crean

entre las partes contratantes, las cláusulas de sumisión expresa contenidas en contratos de adhesión —como los que nos ocupan— tanto al amparo de lo dispuesto en la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios de 19 de julio de 1984 (RCL 1984, 1906), como de la posterior Directiva comunitaria de 5 de abril de 1993 y, finalmente, de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 13 de abril de 1998 (RCL 1998, 960).

Bankinter impugna también los antedichos pronunciamientos de la sentencia de primera instancia por considerar que los mismos no son aplicables a los contratos suscritos por dicha entidad pues, añade, en el Contrato Básico de Operaciones y Servicios, su condición 1.3 es del siguiente tenor literal: “las partes se someten expresamente al fuero de los tribunales del lugar de otorgamiento”, y en el Contrato de Préstamo Hipotecario se establece que “los comparecientes, según actúan, se someten para el cumplimiento, interpretación, ejecución y para cuantas cuestiones se deriven de la presente escritura, a la competencia de los Juzgado y Tribunales correspondientes del partido en que radique la finca hipotecada”. Alegación que, a los efectos que nos ocupan, sólo cabe acoger en aquellos supuestos en los que no resulten aplicables los apartados 2 y 3 del art. 54 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892), esto es, cuando la sumisión expresa no se encuentre contenida en contratos de adhesión, o que contengan condiciones generales impuestas por una de las partes, o se hayan celebrado con consumidores o usuarios —como aquí acontece— y sólo será válida y eficaz la inclusión de dicha cláusula cuando se haga a tribunales con competencia objetiva para conocer del asunto de que se trate, situación ajena a la planteada por la OCU en la presente litis.

BBVA también impugna los pronunciamientos de la sentencia de primera instancia referidos a la citada cláusula por entender que no son de aplicación a ninguno de los

supuestos en los que le imputa la entidad demandante, esto es, en los contratos de préstamo hipotecario (documento 8 de la demanda) y de cuenta corriente de consumidor residente (documento núm. 3). Afirma dicha entidad bancaria que en ninguno de tales supuestos la inclusión de la cláusula de sumisión expresa contraviene ninguna norma imperativa. Pone de manifiesto dicha mercantil, con carácter previo, que, en relación con el contrato de préstamo hipotecario, la cláusula de sumisión se integra en el contrato lo mismo lo utilice un consumidor que un particular que no lo es; y que el contrato aportado de contrario es de fecha anterior a la entrada en vigor de la actual Ley de Enjuiciamiento Civil cuando todavía estaba permitida la sumisión en los casos en que la acción se ejercitase en vía declarativa; sin embargo ambos argumentos deben ser rechazados: el primero, por cuanto presentando la demanda la OCU en virtud de la legitimación colectiva que le atribuye el art. 11 de la Ley Procesal el ámbito de esta resolución —como ya hemos expuesto— queda circunscrito a la protección de los consumidores y usuarios; y, el segundo, por cuanto no habiendo entrado en vigor la actual Ley de Enjuiciamiento Civil, la jurisprudencia ya consideraba nula por abusiva dicha cláusula a tenor de lo dispuesto en el art. 10.1.c).3.º de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios en su redacción primitiva de 19 de julio de 1984 (RCL 1984, 1906); de la Directiva comunitaria de 5 de abril de 1993 (LCEur 1993, 1071); y de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación de 13 de abril de 1998 (RCL 1998, 960).

Añade también la actual recurrente que la antedicha cláusula no puede interpretarse sin considerar su inciso final según el cual lo pactado tiene lugar “sin perjuicio de lo establecido en las disposiciones legales que impongan un fuero específico”. Alegación que también se rechaza toda vez que el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia anulando dicha cláusula sólo pue-

de ser de aplicación en los casos en que la mercantil apelante, eludiendo el cumplimiento del fuero específico legalmente impuesto, pretenda hacer uso de la cláusula de sumisión expresa.

En lo atinente a la inclusión de dicha cláusula en el contrato de cuenta corriente de consumidor residente (documento 3 de la demanda), a cuyo tenor “las partes contratantes se someten al fuero de los Juzgados y Tribunales del último domicilio del/de los Titulares notificado, según Cláusula cuarta, para cuantas acciones o reclamaciones puedan derivarse del contrato”, tampoco se ha de ignorar la nulidad de dicha cláusula, en su consideración de abusiva, al amparo de lo impuesto por la Disposición adicional primera, apartado 27, de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios en su redacción vigente tras la Ley 7/1998, de 13 de abril. En menor medida cabe admitir la precitada cláusula en cuanto prive al consumidor que pretenda demandar a la entidad bancaria de la posibilidad de optar por cualquiera de los fueros alternativos que le reconoce el art. 51.1 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892); en efecto, corresponde al propio consumidor y no a la entidad bancaria el decidir cuál es la “situación más ventajosa” a la hora de elegir cualquiera de los fueros alternativos que la Ley ofrece para que el primero pueda demandar a la segunda.

Octavo.—Cláusula Tercera: Se carga al cliente con todos los gastos derivados de la eventual litigiosidad del contrato:

1. Imposición de tales gastos:

“En caso de procedimiento judicial, todos los gastos y costas judiciales serán de cuenta de los demandados”.

2. Repercusión en el importe total de la operación:

“Constitución de Hipoteca: (...) Para asegurar el cumplimiento de las obligaciones

contraídas en esta escritura, respondiendo a la devolución del capital del préstamo (...) y además (...) del pago de las costas procesales (correspondiendo por este concepto la suma de (...) millones de pesetas, equivalente a (...) millones de euros...”.

BSCH alega que el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia relacionado con dicha cláusula —y en virtud del cual se declara su nulidad por entender que vulnera el principio de equilibrio de prestaciones y limita la responsabilidad de la entidad— no le sería de aplicación toda vez que la cláusula segunda del condicionado general del documento número 13 de la demanda, al que se refiere la actora, lo que recoge literalmente es que “...Serán a cargo de la parte prestataria (...) los gastos judiciales o extrajudiciales que el Banco tuviera que satisfacer para obtener el cumplimiento del contrato, incluso los honorarios de Letrado y Procurador”; y que “los aludidos gastos (...) serán exigibles desde que se ocasionen o devenguen”. Entiende dicha mercantil que ello no es sino aplicar directamente el principio objetivo o de vencimiento que, en materia de costas, impone el art. 394 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892).

Frente a tal alegación, hacemos nuestro el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia en cuanto al primer apartado de dicha cláusula. Tal pacto es contrario al criterio objetivo que en materia de costas en primera instancia impone el art. 394 de la Ley Procesal; sustituye la aplicación que del mismo corresponde al tribunal por la de la propia de parte; e impide apreciar la posibilidad de que —admitiendo a efectos meramente dialécticos que el usuario de Banco incumpla sus obligaciones contractuales— no tenga ninguna de las partes contratantes que pagar las costas que se ocasionen si concurren serias dudas de hecho o de derecho que justifiquen su no imposición. Dudas que, en ningún caso, podría apreciar unilateralmente la entidad que redacta el contrato de adhesión. Tampoco contempla

la posibilidad de que la estimación de las pretensiones del Banco, ante el hipotético incumplimiento contractual del usuario, sea únicamente parcial, en cuyo caso el segundo párrafo del art. 394 prevé que cada parte abone las costas causadas a su instancia y las comunes por mitad; ni, incluso, la posibilidad de que el Banco formule cualquier reclamación temeraria, supuesto en el que lo procedente sería imponer tales costas al Banco aunque la estimación de sus pretensiones se hubiese estimado parcialmente, lo mismo que si hubiese sido el cliente quien hubiese actuado con temeridad habrían de imponérsele las costas al amparo de lo dispuesto en el precitado párrafo 2.º del art. 394.

Como se indica en la sentencia contra la que se recurre, la meritada cláusula vulnera el principio de equilibrio de prestaciones entre las partes contratantes y, en consecuencia, merece ser declarada nula a tenor de lo dispuesto en el art. 10.1.c) y 10 bis de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906); por otra parte, el pacto sobre costas, si no es ilícito, resulta irrelevante pues carece de fuerza vinculante para el órgano jurisdiccional según la jurisprudencia seguida, entre otras, por la STS de 20 de mayo de 1998 (RJ 1998, 3988) y las que en ella se citan. Argumento que necesariamente hemos de relacionar con lo dispuesto en el art. 1168 del Código Civil (LEG 1889, 27) cuando distingue entre los gastos extrajudiciales que ocasione el pago, que son de cuenta del deudor, y los judiciales —a los que ahora nos referimos— cuya decisión sólo incumbe al Tribunal.

Bankinter, en relación con dicha cláusula, diferencia el pacto sobre costas incluido en los contratos de préstamo hipotecario de la inclusión de las costas dentro del importe garantizado con la hipoteca. En el primero de los casos —cláusula 5.ª g) del documento núm. 9 de los acompañados con la demanda, a cuyo tenor “correrán por cuenta del prestatario los gastos derivados de los siguientes conceptos... gastos extrajudicia-

les y costas judiciales ocasionados a Bankinter como consecuencia del incumplimiento de la obligación de pago por parte del prestatario”— es claro que, en lo atinente a los gastos extrajudiciales, no merecen especial pronunciamiento por parte de este tribunal toda vez que el principio dispositivo ha limitado nuestro conocimiento —mediante las alegaciones formuladas por las partes— a las costas judiciales; y, en cuanto a éstas, nos remitimos a lo anteriormente expuesto sobre la visión parcial e interesada que se contiene en la cláusula que ahora se impugna. Así, “estipular” la imposición al prestatario de las costas judiciales ocasionadas al Banco como consecuencia del incumplimiento de la obligación de pago imputable a aquél supone, indudablemente y aunque esta entidad recurrente alegue lo contrario, un pacto sobre costas; y, en la medida que no se contempla la posibilidad de que ese impago haya podido ser justificado y, sobre todo, se tiende a impedir que el órgano Jurisdiccional pueda decidir en contra de lo estipulado, resulta abusivo y contrario al equilibrio de prestaciones que ha de inspirar la relación contractual entre el Banco y sus clientes (usuarios).

(...)

Del mismo modo rechazamos las alegaciones formuladas al respecto por BBVA tanto en relación con los contratos “Integral Visa Electrón” y “Visa Mastercard”, como en relación con el contrato de préstamo hipotecario. En cuanto a los primeros, al margen de lo ya expuesto, comporta una posición de desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes en perjuicio de los usuarios, mereciendo por ello la consideración de abusiva a los efectos prevenidos en el art. 10.1.c).3.º de la Ley 26/1984, de 19 de julio (RCL 1984, 1906), la imposición a los clientes del Banco de aquellos gastos que sean innecesarios para la satisfacción de sus intereses, tales como los honorarios de abogado y procurador en los supuestos en los que su intervención no sea preceptiva. No obsta a lo anterior el principio de integridad de la prestación alegado

por la entidad bancaria pues, insistiendo una vez más en que nos referimos exclusivamente a las costas judiciales, la aplicación de lo que dispone al efecto el art. 1168 del Código Civil (LEG 1889, 27) no puede privar a los tribunales de examinar en cada caso concreto la procedencia de la condena a cualquiera de los litigantes al pago de las costas causadas ni, en menor medida, le puede vincular en perjuicio de los consumidores o usuarios un pacto que es contrario a lo dispuesto en los arts. 243.2 y 245.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) en cuanto puede suponer la imposición a la parte vencida en costas del pago de unos honorarios inútiles o superfluos.

Especial consideración merece la segunda de las cláusulas transcritas, por las que se pacta extender la hipoteca constituida a favor de Bankinter a las costas. No se trata ya del pacto sobre costas, sino de extender la garantía de la hipoteca al pago de las costas judiciales que impongan los tribunales a los propios consumidores conforme a la legislación vigente y al margen de todo pacto. Dicha cláusula, lejos de ser abusiva y quebrar el equilibrio de las prestaciones de los contratantes en perjuicio de los consumidores, encuentra perfecto acomodo dentro de nuestra legislación en preceptos tales como el art. 1861 del Código Civil (LEG 1889, 27); art. 105 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886) y 219, 3.º de su Reglamento (RCL 1947, 476 y 642); e incluso en el art. 539 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, a cuyo tenor se han de imponer al ejecutado con carácter general las costas de la ejecución. Lo contrario podría conducir al absurdo de privar a la entidad acreedora de la garantía constituida sobre el bien hipotecado obligándola a acudir a otra ejecución para perseguir distintos bienes del deudor ejecutado con los graves inconvenientes que ello comportaría.

Como consecuencia de lo expuesto, procede revocar la sentencia de primera instancia en los términos antedichos y, en su lu-

gar, declarar la validez de la segunda parte de la cláusula impugnada estimando de este modo los recursos interpuestos al efecto por Bankinter, BBVA y Caja Madrid.

Noveno.—Cláusula Cuarta: Preconstitución por la entidad de prueba documental vinculante, a favor de sí misma:

“Se pacta expresamente que será prueba suficiente de la cantidad reclamada la certificación expedida por la entidad”.

Alega la OCU que, frente a lo sostenido en el “Fundamento de Derecho Noveno” de la sentencia de primera, la precitada cláusula debe ser declarada nula por abusiva en la medida que contempla que, en caso de reclamación judicial, valga como prueba suficiente de la deuda la certificación liquidatoria presentada por la entidad bancaria, sin dar cabida al cliente a la posibilidad de presentar prueba en contrario (sic). Frente a ello, compartiendo lo expuesto en la resolución contra la que se recurre, bastaría la mera lectura de aquella cláusula para comprobar que no se limita el derecho del usuario de los servicios bancarios a valerse de cuantos medios de prueba tenga por convenientes —admitidos en nuestro ordenamiento jurídico— para desvirtuar el contenido de la certificación presentada de contrario. Tampoco obsta a lo anterior el que el Banco o Caja de Ahorros no informe a sus clientes del derecho que les asiste en tal sentido pues nada les impide, si carecen de los conocimientos necesarios al efecto, acudir a la asistencia jurídica que nuestra sociedad pone a su disposición, entre los que se cuenta la propia entidad demandante.

En cuanto al pacto de liquidez, tras haber sido admitido por el Tribunal Constitucional en la Sentencia de 10 de febrero de 1992 (RTC 1992, 14), ha sido reiteradamente admitido por el Tribunal Supremo —entre otras— en Sentencia de 7 de mayo de 2003 (RJ 2003, 3750) y 3 de febrero de 2005; e incluso por el legislador en el art. 572.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892).

Por cuanto antecede, rechazamos que la falta de información que la actora imputa a dicha cláusula —y que en absoluto le es exigible— infrinja lo dispuesto en los arts. 2.1.d), en cuanto no constituye propiamente una información incorrecta del servicio prestado por la entidad bancaria; ni en el art. 10.1.a) en la medida que permite la comprensión directa del contrato; ni supone la imposición de una renuncia o limitación de los derechos del consumidor a los efectos prevenidos en el apartado 14 de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906), tras la modificación introducida en la misma por la Ley 7/1998, de 13 de abril (RCL 1998, 960); ni impone la carga de la prueba en perjuicio del consumidor en los términos previstos por el apartado 19 de la citada Disposición Adicional. Abundando en lo anterior, es comúnmente aceptado por los Tribunales la certificación antedicha, unilateralmente elaborada, en virtud de pacto que libremente lo autorice, como prueba indiciaria que permite la admisión a trámite de la solicitud de juicio monitorio, de conformidad con lo dispuesto en el art. 812.1.2.º, así como des-pachar ejecución a tenor de lo dispuesto en el art. 550.1.1.º, ambos de la Ley de Enjuiciamiento Civil, sin perjuicio de prueba en contrario.

De admitir la pretensión de la actora, podría llegarse al absurdo de resultar exigible a las entidades demandadas cualquier información relativa a los derechos de los consumidores en cada operación bancaria que efectuasen con ellos. En consecuencia desestimamos el presente motivo impugnatorio y confirmamos la sentencia de primera instancia en cuanto la misma reconoce la validez de dicha cláusula.

Décimo.—Cláusula Quinta: derecho de la entidad a disponer del dinero de clientes que no han contraído ninguna deuda con ella:

1. “La deuda que resulta contra los Titulares por razón de este contrato, podrá ser compensada por el Banco con cualquier otra que los Titulares pudieran tener a su favor, cualquiera que sea la forma y documentos en que esté representada, la fecha de su vencimiento, que a este efecto podrá anticipar el Banco, y el título de su derecho, incluido el de depósito. Los contratantes pactan expresamente que la compensación aquí establecida tendrá lugar con independencia de que el crédito a compensar con la deuda sea atribuible a uno, a algunos o a todos los titulares” (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria).

2. “Las posiciones acreedoras que el Cliente mantenga con el Banco, cualquiera que sea su naturaleza, garantizan a aquellas deudoras, abarcando esta garantía a todos los titulares del contrato y a todas las posiciones de los mismos, incluso las que puedan tener mancomunada o solidariamente con terceros” (Bankinter).

3. “Todas las cuentas y depósitos de efectivo o valores que el titular tenga o pueda tener en el Banco en las que figure como titular único o indistinto, quedan afectas al cumplimiento de las obligaciones derivadas de este contrato, pudiendo el Banco compensar y garantizar entre sí dichas cuentas y depósitos” (Santander Central Hispano).

Abundando en lo expuesto en el “Fundamento de Derecho Noveno” de la sentencia contra la que se recurre, es preciso distinguir la relación existente entre los distintos cotitulares de una —o varias— cuenta y/o depósito bancarios, de aquella otra que une a una entidad demandada con cualquiera de ellos. En el primero de los casos es conocida la doctrina jurisprudencial sobre la titularidad indistinta de la cuenta, encaminada a determinar el origen de la masa patrimonial que ha de responder de las deudas de alguno de los cotitulares frente a los demás, lo que es ajeno a los supuestos que nos ocupan pues afecta únicamente a la disponibilidad, que no propiedad, del saldo existente (STS de 29 de mayo [RJ 2000, 3922], 7 de noviembre [RJ 2000, 8497] y 22 de diciembre de 2000

[RJ 2000, 10405]; y 10 de febrero de 2003 [RJ 2003, 1158]); y la relación de la entidad bancaria frente a alguno de ellos. Sólo en este caso cabría plantearse la objeción formulada por la OCU pero ello siempre que concurriese una doble circunstancia: de un lado que la deuda correspondiese sólo a parte de los cotitulares, no a los demás —en cuyo caso coincidiría en ellos la doble condición de deudor y responsable—; y la segunda, que no se hayan comprometido todos los titulares, bien directamente en virtud de contrato de cuenta corriente o de depósito, bien mediante otra cuenta asociada, a responder solidariamente o a autorizar la compensación de las deudas pertenecientes a cualquiera de ellos entre los activos de los demás; ahora bien, la referida autorización deberá ser conocida y expresamente aceptada por los usuarios de las entidades demandadas pues, en otro caso, se vulneraría lo dispuesto en el art. 1196 del Código Civil (LÉG 1889, 27) en cuanto permitiría la compensación de deudas que no serían líquidas y exigibles —ya que no ha precedido el ejercicio de acción judicial, ni la resolución del contrato o la previa comunicación al deudor— así como lo dispuesto en los arts. 7.a) de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación (RCL 1998, 960), en cuanto carecería del preceptivo conocimiento del adherente; y del art. 8, en relación con la Disposición Adicional 1.ª, de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906), en la medida que implicaría un desequilibrio de las posiciones de las partes. No concurriendo estas circunstancias, como resulta de la prueba practicada en los supuestos que nos ocupan, las merítadas cláusulas contractuales no pueden ser genéricamente anuladas como pretende la entidad actora, pues no existe en nuestro ordenamiento jurídico norma alguna que impida a un tercero, debidamente informado, asumir voluntariamente la responsabilidad del cotitular deudor.

Undécimo.—Cláusula Sexta: Exención de responsabilidad de la entidad por pérdida, sustracción o manipulación de cheques:

“El banco no responde de los perjuicios que puedan resultar del extravío, sustracción o manipulación de los cheques”.

Ante el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia que considera abusiva dicha cláusula por imponer al consumidor las consecuencias económicas de errores administrativos o de gestión que no le sean imputables, se alza Caja Madrid alegando que el contenido de dicha cláusula, en lo que a tal entidad respecta, difiere de la transcrita por la actora, del siguiente tenor literal:

“Custodia/extravío del talonario.

El/los titulares de la cuenta corriente se obliga/n a custodiar debidamente el talonario, asumiendo las responsabilidades por el libramiento indebido de cheques aun por persona no autorizada.

En caso de hurto o extravío del talonario, se compromete/n a comunicarlo inmediatamente y por escrito a la Caja de Madrid, acompañando la copia de la denuncia presentada. La Caja de Madrid queda relevada de toda responsabilidad si atendiera el pago de un cheque antes de recibir dicho aviso unido a la copia de la denuncia presentada” (folio 124).

Comienza alegando dicha entidad demandada que la antedicha cláusula no es contraria a la buena fe, ni causa perjuicio al consumidor, ni provoca desequilibrio entre las obligaciones y derechos asumidos por ambas partes, pues el cliente conoce que en cuanto comunique el extravío queda exento de toda responsabilidad; sin embargo, de la lectura de la referida cláusula no se infiere ese pretendido reparto de responsabilidades entre el cliente y Caja Madrid en caso de hurto o extravío de talonario. Por el contra-

rio, ni se puede generalizar la exención de responsabilidad de la mercantil recurrente en caso de haber atendido el pago de un cheque antes de la comunicación de la sustracción por su cliente, toda vez que puede incurrir también en negligencia si no comprueba la firma que lo autorice o, pudiendo conocer su falsedad por otro medio distinto de la comunicación precitada, omite tal diligencia; ni el pago posterior a la comunicación, según el contenido de la cláusula, releva al usuario de toda responsabilidad en tanto no se aprecie la culpa en que hubiese podido incurrir la apelante.

(...)

Del mismo modo rechazamos su última alegación referida a que no procede aplicar el núm. 21 de la Disposición Adicional primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906) considerando que Caja Madrid sería víctima del engaño que supone el cheque falso o manipulado y ello nunca podría entenderse como un error administrativo o de gestión. Frente a ello es conocida la doctrina jurisprudencial seguida, entre otras, por las SSTs de 17 de mayo de 2000 (RJ 2000, 3933) —y las que en ella se citan— que, aplicando lo dispuesto en el art. 156 de la Ley Cambiaria y del Cheque (RCL 1985, 1776 y 2483), declara que “...la entidad bancaria está obligada a mantener una actitud diligente respecto al pago de cheques y debe verificar que el título está correctamente firmado por el librador, de manera que ha de realizar una labor de comprobación de los requisitos intrínsecos y extrínsecos del talón, y en el supuesto de que mantenga una conducta negligente en las labores de comprobación incurrirá en responsabilidad contractual, sin que sea aplicable aquí la regla del artículo 156 de la Ley Cambiaria y del Cheque, que hace referencia a los cheques falsos o falsificados pero no a los nulos, con indicación de que la responsabilidad indemnizatoria, correspondiente al librado por el daño resultante del pago de un cheque falso o falsificado, pue-

de quedar excluida cuando el titular de la cuenta corriente haya sido negligente en la custodia del talonario de cheques, o hubiere procedido con culpa, ni la interpretación jurisprudencial de este precepto con mención a que cuando, pese a la presencia de aquélla, aparece asimismo una clara conducta de igual grado por parte del perjudicado —cuya concurrencia culposa, como en todos los casos de responsabilidad por culpa contractual o extracontractual, es, incluso, apreciable de oficio— los Tribunales pueden moderar la responsabilidad del Banco y reducir en proporción su obligación resarcitoria, mediante el reparto del daño con el titular de la cuenta”.

BBVA impugna igualmente el citado pronunciamiento de la sentencia de primera instancia y, refiriéndose a la estipulación 2.^a del contrato de apertura de cuenta corriente que, redactado por aquella, aporta la actora como documento núm. 3 de la demanda (folios 118 y 119), entiende que la misma no hace sino distribuir las responsabilidades en los términos previstos por el art. 156 meritado. Frente a ello damos por reproducido lo anteriormente expuesto así como la interpretación que del referido precepto hace la jurisprudencia seguida, entre las más recientes, por las STS de 7 de mayo (RJ 2002, 3680), 18 de noviembre (RJ 2002, 9770) y 24 de diciembre de 2002 (RJ 2002, 1244), en el sentido de que ha de atenderse a cada caso concreto para determinar la responsabilidad imputable al Banco o a su cliente; ello conlleva la nulidad de la cláusula que, en términos generales, exonera de responsabilidad a la entidad recurrente.

(...)

Duodécimo.—Cláusula Séptima: Exención de responsabilidad de la entidad en el pago a los establecimientos por las operaciones realizadas con tarjetas (de crédito, o de débito) expedidas por aquélla:

“El banco permanecerá ajeno a las incidencias y responsabilidades que puedan de-

rirse de la operación realizada entre el establecimiento y el titular de la tarjeta”.

Alega la OCU que, frente a la declaración de validez de dicha cláusula que se contiene en el “Fundamento de Derecho Noveno” de la sentencia contra la que se recurre, no cabe ignorar que la misma es indiscriminada en cuanto no delimita los supuestos de responsabilidad; que el consumidor titular de la tarjeta, con quien contrata el servicio es con la entidad bancaria, y desconoce —y no tiene ninguna relación contractual con ellos— a los demás sujetos con los que la entidad contrata, para vincularles en el procedimiento de pago; y que los tribunales de justicia sí han establecido la responsabilidad de las entidades emisoras por las incidencias en el uso de la tarjeta.

Frente a tales alegaciones se ha de tener en consideración la pluralidad de personas —físicas o jurídicas— que intervienen en el proceso de emisión, expedición y uso de las tarjetas de crédito, así como los contratos en los que participa cada uno de ellos. Partiendo de tal consideración es claro que en las operaciones llevadas a cabo entre el titular de la tarjeta y el establecimiento en el que se pretende usar como medio de pago no interviene la entidad bancaria que expide tales tarjetas por lo que, aplicando el principio de relatividad de los contratos contemplado en el art. 1257 del Código Civil (LEG 1889, 27), no le alcanza la responsabilidad que pudiera derivarse de aquellas operaciones. Distinto sería que se eximiese de responsabilidad a la entidad demandada emisora de las tarjetas en supuestos en los que no se pudiesen utilizar éstas por causa imputable a las referidas entidades, por ejemplo, por haber cerrado o limitado injustificada o indebidamente la línea de crédito concedida al titular de la tarjeta, pero ello no sería consecuencia —o “incidencia”— de la operación, sino de la anómala prestación del servicio por la entidad financiera y sí permitiría al consumidor ejercer contra ella las acciones que tuviera por convenientes con independencia del contrato por el

que se le concedió la referida tarjeta; se trata, por tanto, de supuestos ajenos al que nos ocupa.

En cuanto a la entidad con la que contrata el consumidor, damos por reproducido lo anterior; efectivamente éste contrata con la entidad emisora de la tarjeta y con el establecimiento adherido, pero ello no implica que aquélla deba responder de todas las incidencias que puedan surgir del uso de la tarjeta y a las que resulte ajena, como tampoco se crea indefensión al consumidor que, caso de ser imputable a la entidad emisora la imposibilidad de su uso en determinada operación, puede ejercitar frente a ella las acciones que le asistan nacidas tanto de la responsabilidad contractual —independiente, insistimos, de la operación concreta— o extracontractual en que haya incurrido la entidad financiera.

Finalmente, en lo atinente a la existencia de resoluciones judiciales que han reconocido la responsabilidad de las entidades emisoras por las incidencias en el uso de la tarjeta, hemos de repetir una vez más que ello es perfectamente viable como consecuencia del incumplimiento o cumplimiento defectuoso de las obligaciones exigibles a la entidad emisora, pero no de operaciones en las que no interviene aquella; por lo expuesto desestimamos este motivo impugnatorio.

Decimotercero.—Cláusula Octava: Exención de toda responsabilidad de la entidad, por extravío o sustracción de la tarjeta (de crédito o de débito), o de la libreta, antes de que su titular notifique su pérdida:

Abarca tres aspectos diferenciados aunque íntimamente en conexión:

1. Exención de responsabilidad por pérdida de tarjeta antes de la comunicación a la entidad:

“El titular será responsable sin limitación alguna del uso de la tarjeta antes de la notificación de la pérdida o sustracción...”: “(Si ésta no se ha efectuado) de forma inmediata” (BBVA).

— “El robo, hurto, extravío, deterioro o falsificación de la tarjeta o el conocimiento del número de identificación contra su voluntad, por otras personas, el titular debe comunicarlo urgentemente en cualquiera de estos teléfonos...” (Bankinter).

— “(Si los hechos no se denuncian) antes de transcurridas veinticuatro horas de su acaecimiento” (Caja Madrid).

— “(Si la notificación al Banco no se produce) a la mayor brevedad” (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de débito).

— “(Si la notificación al Banco no se produce) de inmediato” (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de crédito).

2. Exención de responsabilidad por pérdida de libreta antes de la comunicación a la entidad:

— “En caso de sustracción o extravío de alguno de éstos (cheques, libretas, tarjetas y demás documentos de disposición entregados por el Banco), se compromete (el titular) a dar aviso al Banco con la mayor urgencia (...) Si tal aviso no se produjera, el Banco no será responsable si efectúa algún pago...” (BBVA).

— “En caso de hurto o extravío de (la Libreta, el titular de ésta) se compromete/n a comunicarlo inmediatamente y por escrito (...) quedando (la entidad) relevada de toda responsabilidad si atendiera operaciones con cargo a la misma antes de recibir dicho aviso” (Caja Madrid).

— “(El titular) deberá comunicar inmediatamente al Banco cualquier extravío, robo o uso indebido de la Libreta en Cajeros por un tercero (...).

El titular será responsable de las extracciones de efectivo por Cajero Automático efectuadas por terceros en los casos de extravío, sustracción o uso indebido de la libreta por Cajero Automático, hasta la oportuna notificación (confirmada por escrito) al Banco del hecho acaecido” (Santander Central Hispano).

3. Inversión de la carga de la prueba en caso de uso fraudulento de número secreto de la tarjeta:

— “El uso del número de identificación personal por alguien distinto al titular, presupone grave negligencia por parte del mismo, salvo que se dé un caso de fuerza mayor” (Bankinter).

— “...La pérdida económica sufrida en el caso de operaciones que exijan marcaje de número secreto, será a cargo del contratante o, en su caso, del titular de la Tarjeta, salvo que se demuestre que se vio obligado a revelarlo bajo coacción” (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de débito).

— “...cuando se trate de operaciones que exijan marcaje de número secreto, será de su cargo (del titular de la tarjeta) la totalidad de la pérdida económica, salvo que se demuestre que se vio obligado a declararlo bajo coacción” (Santander Central Hispano, contrato tarjeta de crédito).

Alega la OCU que, frente al pronunciamiento de la sentencia —según el cual, de admitir la nulidad de dicha cláusula, se desplazaría la obligación de custodia que tiene el propietario sobre dichos instrumentos— ni existe tal desplazamiento de la obligación de custodia ni se invierte la carga de la prueba. Distingue la actora entre la obligación que tiene el titular de la tarjeta o libreta de custodiarlas, y las consecuencias de que se efectúen cargos tras su extravío o sustracción; sin embargo, resultando incontrovertida la obligación del usuario de custodiar la tarjeta de crédito o débito así como de la libreta, compartimos con el Juzgado de procedencia la consideración de que cualquier cargo que se hiciese en la cuenta del cliente tras la sustracción o extravío de aquellas es ajena a la responsabilidad de la entidad emisora de la misma en cuanto no se le haya comunicado por el interesado ni haya podido conocer por otro medio el hecho de su ilícita utilización.

Añade la antedicha entidad que la resolución contra la que se recurre no reflexiona sobre la proporcionalidad o desequilibrio de

una estipulación que deja en manos de una sola de las partes el poder de interpretar cuándo una conducta está bien cumplida, esto es, cuándo se ha comunicado urgentemente su sustracción o extravío; sin embargo, insistiendo en lo anteriormente expuesto, rechazamos que puede apreciarse la falta de proporcionalidad o desequilibrio entre las prestaciones de las partes contratantes cuando, normalmente, la entidad emisora de la tarjeta o libreta carecerá de otro medio de conocimiento de la sustracción o extravío que la propia comunicación de su cliente; ello sin cerrar la posibilidad de que, excepcionalmente, se pruebe que la entidad bancaria pudo conocer la sustracción o extravío antedicho así como evitar los cargos que se intentasen realizar en la cuenta del consumidor antes de que su titular le comunicase que le había sido sustraída o la había extraviado.

En cuanto al uso de la tarjeta o libreta, el hecho de que las entidades demandadas no respondan del mismo no se debe sólo a la presunción de negligencia en su custodia, sino también a la indebida imputación del mismo a aquéllas mientras no hayan tenido posibilidad de conocer su pérdida o sustracción.

Ciertamente la “coacción” y la “fuerza mayor” no agotan los supuestos no imputables al titular de la tarjeta o libreta —siendo posible, entre otras posibilidades, la apuntada por la actora en el sentido de que, disponiendo de equipo técnico adecuado, resulte innecesario conocer el número secreto—; ahora bien, ello tampoco permite imputar genéricamente al Banco o Caja el cargo indebido que se haya podido efectuar, debiendo examinar cada caso concreto para determinar su posible responsabilidad.

Tampoco la obligación de comunicación inmediata o urgente comporta una obligación desproporcionada o abusiva en los términos que pretende la actora pues, pesando sobre el consumidor la obligación de su custodia y dependiendo esencialmente de su diligencia el comunicar la pérdida o sustrac-

ción de la tarjeta o libreta a la entidad que la ha emitido las consecuencias dimanantes de su uso no autorizado, el mayor interesado en efectuar esa comunicación con la mayor celeridad posible es su propio titular. Abundando en lo anterior, y al margen de la obligación de actuar diligentemente que impone al deudor el art. 1104 del Código Civil (LEG 1889, 27), hemos de remitirnos a la Recomendación 88/590/CEE (LCEur 1988, 1535) que refleja la necesidad de que dicha comunicación se efectúe rápidamente cuando dispone que la misma se realice “sin excesiva demora”. Distinto es que, al amparo de lo dispuesto en el art. 3.1 del Código Civil, la interpretación de dicha norma se efectúe ponderando las circunstancias concretas que se conciten en cada supuesto, pero ello, en cualquier caso, es insuficiente para desvirtuar los pronunciamientos de la resolución contra la que se ha apelado y, por tanto, merece ser desestimado.

Decimocuarto.—Cláusula Novena: Exención de responsabilidad de la entidad, por fallos en sus aparatos en la realización de operaciones con tarjetas (de crédito o de débito).

“El banco queda exento de responsabilidad por incidencias de tipo técnico u operativo en los cajeros automáticos o terminales de capturas”.

BBVA impugna el pronunciamiento contenido en el auto aclaratorio de fecha 13 de octubre de 2003 por el que, supliendo la omisión padecida en la sentencia de 24 de septiembre anterior (AC 2003, 1475), se declaró la nulidad de dicha cláusula considerando que no podía el Banco eximirse de responsabilidad por el mal funcionamiento en su sistema operativo que afectase a los cajeros automáticos o terminales de capturas, sea cualquiera la causa, cuando el cliente o usuario no había tenido intervención en los mismos.

Alega dicha sociedad recurrente que, teniendo esta cláusula el mismo fundamento que la séptima —cuya validez fue declarada

por la sentencia de primera instancia— procede dejar sin efecto la nulidad decretada; sin embargo, el fundamento de ambas cláusulas es diferente: en el caso de la cláusula séptima se admite la validez de la cláusula que exonera de responsabilidad al Banco en cuanto el mismo es ajeno a las operaciones en que interviene el titular de la tarjeta y determinado establecimiento; por el contrario, tratándose del uso de dicha tarjeta en cajeros automáticos o terminales de capturas, la responsabilidad derivada de su defectuoso funcionamiento es claramente imputable a la entidad a la que pertenece el referido cajero automático o terminal de capturas, como también lo es cuando se trata de otros aparatos pertenecientes a distintas entidades bancarias pertenecientes a la misma red concertada. Al efecto no se ha de ignorar que, del mismo modo que un determinado Banco se sirve de cajeros automáticos ajenos y ofrece a sus clientes la posibilidad de usar en ellos las tarjetas por ellos emitidas, obteniendo así beneficios tales como el cobro de gastos o comisiones, o simplemente utilizando dicho servicio como un medio más de captar clientela, también debe asumir el riesgo de su deficiente funcionamiento frente al consumidor que, ni interviene en la elección o mantenimiento de tales aparatos, ni obtiene por su uso otro beneficio que el de su propia comodidad, en ocasiones a cambio de cierto precio; por cuanto antecede rechazamos el presente motivo impugnatorio.

En el mismo sentido rechazamos la alegación formulada por BSCH en relación con la incorporación de dichas cláusulas a las “condiciones generales” que obran en los contratos aportados como documentos núm. 17 y 18 de la demanda, sobre las que cabe predicar lo mismo que en el caso precedente, con la salvedad de aquellos supuestos en los que expresamente se contempla la posibilidad de que haya sido el titular de la tarjeta el causante de la avería o que, pese a haber sido oportunamente advertido de la misma, hubiese procedido a la utilización del cajero automático. En otros térmi-

nos, la nulidad de la cláusula antedicha ha de entenderse en cuanto la misma pueda eximir al Banco genéricamente de aquellas incidencias de tipo técnico u operativo que se produzcan en los cajeros automáticos o terminales de capturas; y, si bien es cierto que las cláusulas utilizadas por la presente entidad bancaria permiten una interpretación más flexible de su liberación de responsabilidad frente a sus clientes, admitiendo supuestos en los que sí se admite tal responsabilidad, tal flexibilidad desaparece cuando en su último inciso se añade que “...la imposibilidad de uso de la Tarjeta o la demora que pudiera producirse por avería, accidente, fallo mecánico o cualquier otra contingencia ajena a la voluntad del Banco, que afecten a los dispositivos en que la Tarjeta haya de ser utilizada, no determinarán responsabilidad alguna”. Ante enunciado tan ambiguo en perjuicio del consumidor ha de confirmarse anulación de la precitada cláusula.

En lo atinente a Bankinter, damos por reproducido lo anteriormente expuesto insistiendo en que las referencias —que se contienen en las cláusulas incorporadas a los contratos aportados como documentos 19 y 19 bis de la demanda— a los daños o perjuicios que se pudieran derivar de interferencias, omisiones, interrupciones, virus informáticos... “motivadas por causas ajenas al Banco...”, “fuera del control del Banco...” y “siempre que proceda de fuentes ajenas al mismo (Banco)” no pueden exonerar genéricamente su responsabilidad en los términos expuestos.

Lo mismo sucede en el caso de Caja Madrid, que igualmente impugna el anterior pronunciamiento de la sentencia de primera instancia, pues en el apartado 5.º de la condición general 10 impone al titular de la tarjeta la obligación de “aceptar como importe real y exacto de cada operación, el que figure registrado por impresión mecánica y/o grabación magnética, importe del que la Caja facilitará el oportuno comprobante” (folio 251), privando así al titular de la tar-

jeta de la posibilidad de oponerse al resultado de dicha impresión mecánica. Y, siendo lo anterior motivo suficiente para desestimar su recurso en cuanto al presente motivo impugnatorio, lo es aún más el contenido de la condición general 12 en la que, tras recoger en su apartado 2.º que la Caja responderá frente al titular de la tarjeta por la no ejecución o ejecución incorrecta de operaciones debidas al funcionamiento defectuoso de máquinas o sistemas situados directamente bajo su control, quedando limitada la responsabilidad al importe de la operación; que la reclamación pertinente deberá efectuarse, salvo supuestos excepcionales, en el plazo máximo de dos días hábiles; y que la responsabilidad de la Caja se verá minorada en los casos en que el titular haya contribuido con su conducta al indicado funcionamiento defectuoso, añade en el apartado siguiente: “3.º La Caja no asumirá responsabilidad alguna por daños debidos a avería técnica de la máquina o sistema de pago si dicha avería pudo ser conocida por el titular de la tarjeta antes de iniciar la operación, bien mediante un mensaje en la propia máquina o sistema, o de cualquier otra manera, y ello tanto en las máquinas o sistemas de su propia red como en aquellas con las que esté conectada”. La referencia ambigua a “cualquier otra manera” por la que el titular pudiera haber tenido conocimiento de la avería de la máquina y el hecho de que su apreciación corresponda unilateralmente a la propia Caja, permite considerar abusiva dicha cláusula al amparo de lo dispuesto en la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906).

Decimoquinto.—Cláusula Décima: Resolución anticipada del préstamo por incumplimiento de cualquier prestación por el prestatario:

(Vencimiento anticipado por): “El incumplimiento de cualquiera de las obligaciones que se contraen en el contrato, incluso las accesorias”.

Caja Madrid combate el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia, que declaró nula dicha cláusula, alegando que, en lo que al contrato de préstamo hipotecario de dicha entidad se refiere, la misma no cumple ninguno de los requisitos exigidos al efecto por el art. 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906). Concretamente el tenor literal de la citada cláusula es el siguiente dentro de los supuestos en los que, según la estipulación sexta bis, procede la resolución anticipada del contrato por la entidad de crédito: “Segundo.—Igualmente, el préstamo se considerará vencido y consiguientemente resuelto y podrá procederse al reintegro de las cantidades entregadas, intereses, intereses de demora, por medio del procedimiento del art. 131 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886), por el procedimiento ejecutivo extrajudicial o por el procedimiento ejecutivo general de la Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892), en los casos siguientes: a) Incumplimiento de cualquiera de las obligaciones pactadas en la presente escritura. Con respecto a la falta de pago, bastará la de una cuota cualquiera de amortización, incluidos todos los conceptos que la integran, de un recibo de contribución o impuesto que grave la finca o fincas, aun cuando el recibo de contribución haya sido pagado por la Caja, adelantando las cantidades precisas, teniendo la Entidad prestadora facultad para exigir el reembolso de las cantidades anticipadas y sus intereses, al tipo pactado en este contrato, más el correspondiente recargo por demora previsto en el mismo. Igualmente se producirán los mismos efectos cuando se trate del impago de una prima de seguro de incendios o de todo riesgo a la construcción” (folios 200 y 201).

Considera la entidad demandada —ahora recurrente— que, frente a lo sostenido de contrario, la referida cláusula no carece de la oportuna proporcionalidad —a los efectos que nos ocupan— en cuanto no sólo contempla la resolución del contrato a favor de aquella entidad; sin embargo, siendo

cierto que la referida cláusula menciona el “incumplimiento de cualquiera de las obligaciones pactadas en la presente escritura”, lo que permitiría aplicarlo tanto en el caso de que dicho incumplimiento contractual fuese imputable a la entidad de crédito como a su cliente, del examen del resto de la repetida cláusula se deduce que únicamente se encuentra orientada al incumplimiento del consumidor pues sólo él resulta obligado al pago de las cuotas de amortización, de los recibos de contribución o impuestos que graven fincas o de las primas de seguro en los términos transcritos.

Añade la actual recurrente que, frente a lo sostenido por la actora, no resulta desproporcionado atribuir el carácter resolutorio a cualquier incumplimiento. Alegación que rechazamos, pues no cabe un pronunciamiento genérico y universal como es el contenido en la cláusula ahora impugnada —“incumplimiento de cualquiera de las obligaciones”— sino que, como interesaba la OCU y ha sido admitido por la sentencia de primera instancia, habrá de examinarse cada caso en particular para determinar la relevancia de la obligación incumplida a efectos de determinar la posible nulidad de la cláusula.

No ignoramos al efecto lo declarado en la STS de 27 de marzo de 1999 (RJ 1999, 2371) en el sentido de que las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de préstamo son nulas por ser contrarias a las Leyes, pero ya en nuestra Sentencia de 12 de noviembre de 2002 [Rollo 289/2001 (JUR 2003, 24010)], además de anticipar el carácter no vinculante de aquella declaración por figurar en uno de sus *obiter dictum*, no en su fallo, y de tratarse de una resolución única no merecedora de la condición de jurisprudencia al amparo de lo que dispone el art. 1.6 del Código Civil (LEG 1889, 27), exponíamos que la determinación de si una cláusula de vencimiento anticipado era o no contraria a la Ley exigía una aplicación de la misma conforme a la buena fe y al ejercicio del derecho sin abuso, fruto

de una interpretación proporcional por los órganos judiciales, máxime tras la entrada en vigor de la Ley de Enjuiciamiento Civil actual (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) cuyo art. 693.2 permite el vencimiento de las deudas a plazos si se hubiese así convenido y el pacto constase inscrito en el Registro. En este mismo sentido se pronuncia la doctrina (Prats Albentosa, que cita a Díez-Picazo, entre otros) que se remiten a la función de control de la legalidad de los pactos de vencimiento anticipado que corresponde a los tribunales de justicia; y, del mismo modo, diferentes resoluciones judiciales como la STS de 2 de noviembre de 2000 (RJ 2000, 8492), en la que se declara nula por abusiva al amparo de lo dispuesto en el art. 10.4 de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906) determinada cláusula, no por ser contraria a las Leyes —como la anterior STS de 27 de marzo de 1999 (RJ 1999, 2371)— sino atendiendo a las circunstancias que concurrían en ese caso concreto que, al amparo de dicha cláusula, facultaban a la entidad prestamista para exigir el reintegro de los plazos vencidos y las letras de cambio pendientes de vencimiento perjudicando de manera desproporcionada y no equitativa al consumidor...; SAP de Tarragona (Sección 3.ª) de 18 de octubre de 2002 (AC 2003, 294); SAP de Madrid (Sección 9.ª bis) de 16 de mayo de 2003; SAP de Pontevedra (Sección 5.ª) de 23 de junio de 2003 (AC 2003, 1790); SAP de Barcelona (Sección 14.ª) de 10 de julio de 2003 (AC 2003, 1141); SAP de Sevilla (Sección 5.ª) de 16 de octubre de 2003 (AC 2003, 1638); SAP de Castellón (Sección 2.ª) de 7 de enero de 2004 (AC 2004, 99), etc.

Así las cosas, sin perjuicio de que en casos concretos —en los que resulte notoriamente importante el incumplimiento contractual— pueda aceptarse el vencimiento anticipado por el incumplimiento de una obligación de especial relevancia y en ningún caso accesoria, no ha lugar a declarar la validez de dicha cláusula en los términos

genéricos que aparece redactada. Ello conlleva la desestimación del presente motivo impugnatorio y la confirmación de aquella sentencia según se ha expuesto.

En el mismo sentido se ha de desestimar el recurso formulado por BBVA en relación con la “Cláusula I-Cláusulas Financieras, 6.^a bis de la escritura de préstamo hipotecario” que consta en el documento núm. 8 de los acompañados en la demanda. Según el “Fundamento de Derecho Octavo” de la sentencia de primera instancia, la redacción genérica dada a dicha cláusula en la que no se concreta la obligación que se incumple y se hace extensiva a las accesorias, no es una causa suficientemente justificada ni objetivada, que además aumenta las facultades del Banco en relación con la obligación del prestatario vulnerando el principio de reciprocidad al carecer de entidad suficiente para justificar esa grave consecuencia; el art. 1124 del Código Civil (LEG 1889, 27) y la jurisprudencia que lo interpreta admite la resolución por incumplimiento de obligación esencial; pues bien, la calificación de “redacción genérica” es predicable en cuanto a la cláusula del Banco que ahora recurre, del siguiente tenor literal:

“Cláusula 1.—Cláusulas Financieras, 6.^a BIS: Vencimiento anticipado del Préstamo.

El Banco podrá exigir anticipadamente, total o parcialmente, la devolución del capital con los intereses y gastos hasta el día de la completa solvencia, en los casos determinados en la Ley y disposiciones aplicables, y en el de incumplirse cualquiera de las obligaciones establecidas en las estipulaciones 1.^a, 1.^a bis, 2.^a, 3.^a, 3.^a bis, 4.^a, 5.^a, 6.^a, 7.^a, 8.^a, 11.^a, y 12.^a La misma facultad de declarar vencido anticipadamente el préstamo tendrá el Banco cuando resulten cargas preferentes a la hipoteca que aquí se constituye distintas de las reseñadas en el apartado cargas de esta escritura, y en el caso de que el deudor solicite ser declarado en suspensión de pagos, quiebra o concurso de acreedores, o lo sea a instancia de éstos, o cuando cual-

quiera de sus bienes o derechos resulten embargados”.

En cuanto a la aplicación de lo dispuesto en el art. 1124 del Código Civil (LEG 1889, 27) y jurisprudencia que lo interpreta, es conocida dicha doctrina según la cual el incumplimiento ha de ser “de entidad suficientemente motivadora de la frustración del contrato” para que proceda su resolución (STS de 3 de marzo de 2005, entre las más recientes); ahora bien, como exponíamos al examinar el recurso interpuesto por Caja Madrid, pudiera darse el caso de que el incumplimiento de una sola obligación fuese de tal relevancia que efectivamente justificase la resolución del contrato y su vencimiento anticipado en los términos estipulados, por lo que procede declarar la nulidad de dicha cláusula genérica, insistimos, sin perjuicio de que en algún caso concreto procede el vencimiento anticipado antedicho; en consecuencia, desestimamos también el presente motivo impugnatorio.

(...)

Decimosexto.—Cláusula Undécima: Resolución anticipada del préstamo, por la falta de pago de una sola de las cuotas:

(Vencimiento anticipado por:) “Cuando se produzca el impago de una sola cuota del préstamo”.

Aun cuando su impugnación tanto por Caja Madrid como por Bankinter se basa sustancialmente en los mismos motivos que la de la cláusula décima, en este caso sí procede su estimación por cuanto, a diferencia de lo que en aquella sucedía, en ésta no existe la misma indeterminación sobre la importancia de la obligación cuyo impago sirve de base al vencimiento anticipado que se pacta. Siendo así damos por reproducidos los argumentos por los que motivábamos que hubiese procedido declarar la validez de la cláusula décima si no hubiera sido tan genérica e indeterminada, con especial referencia a lo dispuesto en el art. 693.2 de la vigente Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962

y RCL 2001, 1892), a cuyo tenor puede reclamarse la totalidad de lo adeudado por capital y por intereses si se hubiese convenido el vencimiento total en caso de falta de pago de alguno de los plazos diferentes y este convenio constase inscrito en el Registro; y, de conformidad con el mismo, revocamos la sentencia de primera instancia en el sentido de declarar la validez de la cláusula impugnada, sin perjuicio —también a diferencia de lo que declarábamos en el caso de la cláusula décima— de que en el supuesto que ahora nos ocupa puedan también apreciarse casos en los que la especial importancia de la cuota impagada permita al tribunal, ponderando las circunstancias concurrentes, declarar excepcionalmente su nulidad.

Decimoséptimo.—Cláusula Duodécima: Resolución anticipada del préstamo, por la posible disminución patrimonial del prestatario (vencimiento anticipado): “Cuando se produzca el embargo de bienes del prestatario o resulte disminuida la solvencia por cualquier causa”.

Alega la OCU que cuando la sentencia de primera instancia deniega la nulidad de dicha cláusula remitiéndose a su aceptación por la “jurisprudencia territorial”, argumentando que supone una disminución de las garantías del prestamista que no viene obligado a asumir mayores riesgos de los existentes en el momento del contrato, infringe por inaplicación lo dispuesto en el art. 1129 del Código Civil (LEG 1889, 27) así como los apartados 2, inciso segundo, y 17, inciso primero, de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906), aduciendo que la cláusula ahora impugnada no contempla la concurrencia de una “justa causa” que propicie el vencimiento anticipado del contrato de préstamo.

Frente a tal alegación no cabe olvidar que el beneficio del plazo, previsto en el art. 1129 del Código Civil, responde a la inexigibilidad del cumplimiento anticipado de las obligaciones mientras subsistan las garan-

tías del acreedor, pero cuando éstas desaparecen, no sólo porque se haya consumado la insolvencia del deudor, sino también porque se haya comprometido la misma como consecuencia del embargo de alguno de sus bienes, prevalece sobre aquel beneficio el pacto mediante el que, bajo el principio de autonomía de la voluntad que proclama el art. 1255, los contratantes hubiesen previsto el vencimiento anticipado del contrato.

Se pretende por la actora distinguir, dentro de los supuestos de embargo, aquellos en los que se trata de un embargo preventivo de los que consisten en otro ejecutivo; pero se obvia la posibilidad que en cualquier caso asiste al deudor de oponerse al mismo pagando la deuda o garantizando su cumplimiento de forma que subsistan intactas las garantías ofrecidas a la entidad prestamista al tiempo de celebrar el contrato de préstamo hipotecario. De no hacerlo también se produciría un desequilibrio de las obligaciones de los contratantes aunque, en tal caso, en perjuicio de la entidad prestamista.

Del mismo modo rechazamos que la cláusula que ahora se impugna contravenga lo establecido en los apartados 2 —inciso segundo— y 17 —inciso primero— de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios. En ambos casos, para que las cláusulas merezcan la consideración de abusivas al amparo de lo dispuesto en el art. 10 bis, se exige que unilateralmente se reserve a favor del profesional la facultad de resolver anticipadamente el contrato (supuesto primero) o de interpretarlo o modificarlo sin motivos válidos especificados en el mismo (supuesto segundo), situaciones ajenas a las previstas en la cláusula ahora impugnada en las que es la modificación de la situación patrimonial del consumidor, que, o bien ve embargado alguno de sus bienes, o bien se consuma su estado de insolvencia, provoca la pérdida de la garantía de la entidad prestamista. No se trata, por tanto —como alega la recurrente— de que la

prestamista se reserve la facultad unilateral de resolver el contrato como medida preventiva frente a lo que libremente considere puede llegar a resultar, aunque aún no lo sea, un incumplimiento del contrato, ni tampoco se resuelve el contrato a pesar de que el cliente pague correctamente las cuotas del mismo; por el contrario, lo que sucede es que por una actuación imputable al consumidor que provoca el embargo de sus bienes o su propia insolvencia —no subsanada por el mismo mediante la constitución de una nueva garantía— se quiebra el principio *pacta sunt servanda* cercenando la garantía originalmente constituida a favor de la entidad prestamista. Por lo expuesto rechazamos este motivo impugnatorio.

Decimoctavo.—Cláusula Decimotercera: Resolución anticipada del préstamo, por imposibilidad de registrar la hipoteca por cualquier causa (vencimiento anticipado): “Cuando se deniegue la inscripción de la escritura en el registro de la propiedad por cualquier causa”.

Frente al pronunciamiento de la sentencia de primera instancia, que acuerda la nulidad de dicha cláusula argumentando que la resolución anticipada en dicho supuesto únicamente sería entendible si se pactase que la causa de no inscripción era sólo imputable al prestatario y que, de no ser así, se incurre en la falta de reciprocidad de las prestaciones al desplazar sobre el cliente la carga de una de ellas, se alza Bankinter exponiendo la importancia de la inscripción de la hipoteca en el Registro y el riesgo que asume el Banco concediendo al consumidor el importe del préstamo antes de que se inscriba la hipoteca que constituye la garantía de su restitución.

Alegación que rechazamos toda vez que, siendo constitutiva la inscripción de la hipoteca en el Registro de la Propiedad —arts. 1875 del Código Civil (LEG 1889, 27) y 145 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886)— la entidad prestamista puede comprobar la viabilidad de la inscripción de la

hipoteca constituida antes de entregar el importe del capital prestado. La omisión de dicha comprobación antes de acudir al Registro de la Propiedad con la escritura de hipoteca para proceder a su inscripción no es imputable al consumidor; por ello cuando la mercantil recurrente alega que sin inscripción no existe la hipoteca y que sin ella no se habría concedido el préstamo, está revelando que la causa de la no inscripción pudo y debió haberla comprobado antes de la concesión del préstamo, lo que impide que se penalice a la otra parte contratante imponiéndole la cláusula que ahora examinamos. No obsta a lo anterior la alegación de la misma entidad bancaria en el sentido de poder entenderse que existía una condición resolutoria —si no se inscribe la hipoteca, se resuelve anticipadamente el contrato de préstamo— ni el derecho que pueda asistir al consumidor para reclamar frente a aquella la correspondiente indemnización de los daños y perjuicios que le pueda causar cuando la causa de la no inscripción de la hipoteca sea imputable a Bankinter; se trata de dos posibilidades no previstas expresamente en la cláusula impugnada y cuya presunción pugna con el criterio restrictivo con el que han de interpretarse los pactos sobre vencimiento anticipado de tales contratos. No en vano el art. 10.2 de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906) dispone que, en caso de duda sobre el sentido de una cláusula, prevalecerá la interpretación más favorable para el consumidor. Como consecuencia de lo anterior, compartimos con la sentencia de primera instancia la consideración de que la citada cláusula merece la consideración de abusiva en cuanto causa un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato, a los efectos previstos en el art. 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios.

En cuanto a la impugnación formulada por Caja Madrid, además de dar por reproducido lo expuesto a efectos de su desesti-

mación, rechazamos igualmente que lo dispuesto en el último párrafo del apartado 1.º del art. 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios obste a la nulidad de la cláusula que nos ocupa; en efecto, disponiendo dicho precepto que “el carácter abusivo de una cláusula se apreciará teniendo en cuenta la naturaleza de los bienes o servicios objeto del contrato y considerando todas las circunstancias concurrentes en el momento de su celebración, así como todas las demás cláusulas del contrato o de otro del que éste dependa” (negrita y subrayado de esta parte apelante). Reiteramos que, al tiempo de la celebración del contrato en el que se incluye la cláusula ahora impugnada, son las entidades prestamistas las que asumen el riesgo de hacer el desembolso que el préstamo conlleva confiando en la posterior inscripción de la hipoteca que garantice su restitución. Riesgo asumido porque, como la propia entidad recurrente reconoce, “la inscripción es una operación habitual y diaria de las entidades financieras que tienen perfectamente organizada, precisamente, porque la inscripción final de su garantía hipotecaria es objetivo primordial en esa fase de concesión” (folios 849 y 850), razón por la cual llevan a cabo las verificaciones registrales que consideran oportunas. Siendo así, no es dado trasladar al consumidor la carga de un riesgo de la entidad financiera.

Sobre la alegación de la función social invocada por esta parte apelante para justificar la inclusión de la presente cláusula en los contratos de préstamo, nos limitamos a reiterar su nulidad.

Decimonoveno.—Cláusula Decimocuarta: Prohibición de arrendar la finca hipotecada:

1. “(Mientras no esté totalmente reembolsado el préstamo, la parte prestataria queda obligada) A no celebrar, sin consentimiento del Banco, contrato alguno de arriendo en que se anticipen rentas o se pacte una renta anual neta inferior al 5% del

tipo de subasta (...) ni, en caso de arrendamiento de vivienda, por plazo superior al mínimo legal de cinco años” (BBVA).

2. “En caso de arrendar la finca hipotecada durante la vigencia del préstamo, el prestatario se compromete a realizarlo según el artículo 219.2 del Reglamento Hipotecario (RCL 1947, 476 y 642). Es decir, se deberá arrendar por renta anual, que capitalizada al 6%, cubra la responsabilidad total asegurada. De no ser así, dicho arrendamiento requerirá la autorización explícita de Bankinter” (Bankinter).

3. (El préstamo se considerará vencido por) “Arrendamiento de la finca o fincas que se hipotecan por renta que no cubra la cuota de amortización más los gastos o impuestos que la graven y la percepción de rentas anticipadas sin expresa autorización de la Entidad prestataria” (Caja Madrid).

Considera la OCU que, declarando la sentencia de primera instancia la validez de dicha cláusula, aplica indebidamente el art. 219.2 del Reglamento Hipotecario y con ello lesiona el derecho de propiedad, amparado por los arts. 33 de la Constitución Española (RCL 1978, 2836) y 348 del Código Civil (LEG 1889, 27), imponiendo una exigencia desproporcionada de la garantía del contrato que merecería la consideración de abusiva a tenor de lo que se contempla en el apartado 18 de la Disposición Adicional primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906).

Ninguna de tales razones desvirtúa los pronunciamientos contenidos en la sentencia contra la que se apela; en efecto, sin desconocer el derecho de propiedad regulado en los arts. 348 y siguientes del Código Civil, ni su reconocimiento constitucional proclamado en el art. 33 de nuestra Carta Magna (RCL 1978, 2836), rechazamos que la cláusula ahora impugnada imponga unilateralmente a los consumidores una prohibición de disponer y que no resulte de aplicación lo dispuesto en el art. 219.2.º del Reglamento Hipotecario (RCL 1947, 476 y

642); por el contrario, como ya hemos expuesto en el “Fundamento de Derecho decimoséptimo” de esta resolución examinando la cláusula duodécima de las impugnadas —al que nos remitimos en evitación de repeticiones innecesarias— no cabe, so pretexto de invocar su carácter abusivo, pretender la nulidad de una cláusula que privaría a uno de los contratantes del contrato de préstamo hipotecario de parte de la garantía constituida al efecto. Al respecto, además de aplicar lo dispuesto en el art. 219 del Reglamento Hipotecario —cuya vigencia no se cuestiona— cabría remitirnos a lo dispuesto en los arts. 1129 del Código Civil y 693.2 de la vigente Ley de Enjuiciamiento Civil (RCL 2000, 34, 962 y RCL 2001, 1892) en cuanto a la pérdida del beneficio del plazo y la posibilidad de pactar el vencimiento anticipado del contrato cuando concurra justa causa, como es, tanto en este supuesto como en el examinado en aquel “Fundamento de Derecho”, la disminución —posible o consumada— del patrimonio del deudor sobre el que se constituye la garantía oportuna para la concesión del préstamo.

En cuanto a la merma de la garantía hipotecaria que igualmente cuestiona la entidad demandante, basta remitirnos a la razón de ser de la comunicación de la situación posesoria de los inmuebles a efectos de su ejecución por vía de apremio, o a la notoria diferencia existente entre adquirir una finca libre o no de arrendamientos con lo que ello afecta a su valor de adjudicación; por lo expuesto desestimamos esta impugnación.

Vigésimo.—Cláusula Decimoquinta: Prohibición de vender o enajenar el bien que garantiza la hipoteca

“La parte prestataria podrá enajenar la finca hipotecada en cualquier momento, excepto si la enajenación conlleva la subrogación del presente préstamo que deberá ser autorizada expresamente por (la entidad)”.

Alega la OCU que la declaración de la validez de dicha cláusula, recogida en la sentencia contra la que se recurre, supone inaplicar los arts. 33 de la Constitución Española (RCL 1978, 2836), 348 y 1205 del Código Civil (LEG 1889, 27), 107 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886) y los apartados 2, inciso segundo, y 18 de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906).

Referida esta impugnación al contrato de préstamo hipotecario de Bankinter aportado como documento núm. 9 de la demanda, basa su argumentación la parte actora —y ahora apelante— en considerar que se trata de otra prohibición de disponer, entendiendo que la sentencia admite tal consideración aunque justifica la validez de la cláusula de conformidad con lo dispuesto en el art. 1205 del Código Civil (LEG 1889, 27); sin embargo, de la interpretación literal de la cláusula se infiere que lo que se somete a la autorización de la entidad bancaria no es cualquier enajenación de la finca hipotecada sino, únicamente, aquella que comporte la subrogación del préstamo. Consiguientemente, ni se constituye una prohibición de disponer en los términos pretendidos por la actora, ni resultan de aplicación los preceptos por ella invocados, siendo por el contrario plenamente aplicable al caso que nos ocupa —como se recoge en la sentencia de primera instancia— la exigibilidad del consentimiento del acreedor para que tenga lugar la novación de la obligación por sustitución del deudor al amparo de lo que dispone el art. 1205 antes citado; por lo expuesto, y considerando que al someter a la autorización de Bankinter la “subrogación” en el préstamo, no la enajenación de la finca, no supone la imposición de una garantía desproporcionada al riesgo asumido, tampoco se infringe lo dispuesto en el apartado 18 de la Disposición Adicional primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906), estando por

ello en el caso de desestimar el presente motivo impugnatorio.

Vigesimoprimer.—Cláusula Decimosexta: Exención del deber de la entidad de comunicar la cesión del préstamo a tercero:

“En caso de cesión del préstamo por la entidad el prestatario renuncia expresamente al derecho de notificación que le asiste”.

Comienza BBVA cuestionándose si la sentencia de primera instancia basa la anulación de la antedicha cláusula en lo establecido en el apartado 10 de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906) a cuyo tenor tienen el carácter de abusivas a los efectos previstos en el art. 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios, las cláusulas o estipulaciones que consisten en la liberación de responsabilidad por cesión del contrato a tercero, sin consentimiento del deudor, si puede engendrar merma de las garantías de éste. Es así. No ignoramos la diferencia existente entre la cesión de contrato y la cesión de crédito, pero no admitimos que en el caso que nos ocupa —documento obrante a los folios 126 y siguientes de las actuaciones— se haya probado que se trate de una cesión de contrato, como sostiene la actora; en efecto, no sólo consta en autos la calificación de las partes como “cesión de crédito” (folios 143 vto.) sino que de la prueba practicada se infiere que, ciertamente, el objeto de la cesión no es el contrato —que se extendería al conjunto unitario de los efectos del contrato primitivo— sino al crédito dimanante de aquel contrato que el Banco tuviese frente al prestatario.

Así las cosas, la primera cuestión a resolver consiste en determinar si la cesión de dicho crédito efectivamente conlleva una merma de las garantías del consumidor y, de la prueba practicada, no cabe llegar a tal conclusión en la medida que no consta que ello altere las condiciones pactadas para la concesión del préstamo hipotecario aun

cuando se produzca la subrogación de otra entidad prestamista. Tal consideración ya sería suficiente para declarar, al amparo de lo establecido en el apartado 10 de la Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios, innecesario el consentimiento del consumidor.

Opone la OCU que el antedicho contrato comporta, además del crédito cedido, la transmisión de la hipoteca con la que se garantiza su cumplimiento y las limitaciones del derecho de disponer a las que nos hemos referido con anterioridad; sin embargo, insistimos, tales condiciones son las mismas que ya existían antes de la cesión y que, con motivo de ésta, tampoco se agravan.

Finalmente, en cuanto al presente recurso interesa, no cabe ignorar que el art. 242 —no el art. 219, como por error se cita— del Reglamento Hipotecario (RCL 1947, 476 y 642), expresamente autoriza la renuncia del deudor a que se ponga en su conocimiento la cesión del crédito hipotecario siempre que tal renuncia se hubiese recogido en escritura pública o se esté en el caso del art. 150 de la Ley Hipotecaria (RCL 1946, 886). Precepto que no ha sido derogado, que tampoco es incompatible con la antedicha Disposición Adicional Primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906), como ya se ha expuesto, y que no ofrece sino una perspectiva especial, en el ámbito de la legislación hipotecaria, del principio general —previsto en el art. 1205 del Código Civil (LEG 1889, 27)— que permite la novación de la obligación sustituyendo un nuevo deudor en lugar del primitivo, sin el conocimiento de éste aunque no sin el consentimiento del acreedor.

No obsta a lo anterior la alegación de la meritada entidad bancaria relativa a la importancia de la cláusula que nos ocupa a los efectos de dinamizar el mercado de venta de créditos ni de facilitar la titulación de la cartera de préstamos hipotecarios, pues tales intereses, aunque legítimos, en ningún caso

pueden ampararse en detrimento de la tutela de los consumidores y usuarios.

También Caja Madrid impugna la antedicha cláusula contractual, insistiendo en que la cesión del crédito hipotecario no engendra de por sí merma en las garantías del prestatario, lo que acogemos en los términos expuestos; y añade en apoyo de su pretensión —consistente en la posibilidad de que la cesión del préstamo hipotecario se realice sin el conocimiento del consumidor— que el art. 1198 del Código Civil, en su último párrafo, faculta al deudor, si la cesión se hubiese realizado sin su consentimiento, para oponer la compensación de los créditos anteriores a ella y la de los posteriores hasta que hubiese tenido conocimiento de la cesión. Igualmente invoca lo dispuesto en el art. 1527 del mismo Cuerpo Legal —en cuanto libera al deudor que satisfaga al acreedor antes de tener conocimiento de la cesión— y el art. 1887 que admite la enajenación y cesión del crédito hipotecario a un tercero, en todo o en parte, con las formalidades exigidas por la Ley; por lo expuesto, estamos en el caso de estimar el presente motivo impugnatorio y revocar la sentencia de primera instancia declarando la validez de la cláusula que nos ocupa.

Vigesimosegundo.—Cláusula Decimoséptima: Exención de responsabilidad por fallos en el sistema informático (banca electrónica).

“El Banco no será responsable de posibles daños o perjuicios que se pudieran derivar de interferencias, omisiones, interrupciones, virus informáticos, averías telefónicas o desconexiones en el funcionamiento operativo del sistema elegido (teléfono, Internet, etc.), motivadas por causas ajenas al Banco; de retrasos o bloqueos en el uso del sistema elegido causados por deficiencias o sobrecargas de líneas telefónicas o sobrecargas en el Centro de Proceso de Datos del Banco, en el sistema de Internet o en otros sistemas electrónicos, así como de daños

que puedan ser causados por terceras personas mediante intromisiones ilegítimas en el sistema elegido, fuera del control del Banco.

Asimismo, se exonera al Banco de responsabilidad ante cualquier daño o perjuicio que pudiera sufrir el Cliente como consecuencia de errores, defectos u omisiones en la información facilitada por el Banco, siempre que proceda de fuentes ajenas al mismo”.

Impugna Bankinter la anulación de dicha cláusula, contenida en los documentos números 19 y 19 bis de los acompañados con la demanda, aduciendo que la misma se limita a exonerar al Banco de responsabilidad por hechos que no le son imputables o que son imputables a un tercero que no está bajo su control, añadiendo que en el ámbito de la actividad bancaria o financiera no es aplicable la teoría del riesgo y concluyendo, en síntesis, que no procede hacerle responsable de los perjuicios derivados del uso de un sistema elegido por el cliente. Frente a ello compartimos el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia según el cual la referida cláusula desplaza la responsabilidad que incumbe al Banco hacia su cliente que no ha tenido ninguna participación en el daño causado, infringiendo así lo contemplado en la cláusula 14 de la Disposición Adicional primera de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (RCL 1984, 1906) en cuanto impone limitación de los derechos del consumidor.

En efecto, como exponíamos al examinar la cláusula novena de las impugnadas, no cabe ignorar que la relación de causas que se indican en la ahora impugnada, además ambigua, incluye algunas dependientes de la entidad demandada —como deficiencias o sobrecargas de sus propias líneas telefónicas, centro de proceso de datos del Banco, errores, defectos u omisiones en la información facilitada por el Banco, etc.—. Como en aquella ocasión declarábamos, no es dado imponer al consumidor la renuncia indiscriminada al derecho que le pueda asistir para reclamar, frente a la entidad que le pro-

porciona los medios técnicos necesarios para una mejor o más cómoda prestación de sus servicios, en aquellos supuestos en los que, no mereciendo la consideración de caso fortuito o fuerza mayor así como los efectivamente no imputables a la propia entidad bancaria, le ocasionen daños y/o perjuicios.

Del mismo modo BBVA impugna el pronunciamiento de la sentencia de primera instancia insistiendo en los supuestos de los que no ha de responder por ser constitutivos de caso fortuito o fuerza mayor, o imputables al propio cliente, dejando constancia en

todo caso del derecho de repudio que le asiste al amparo de lo dispuesto en el art. 46 de la Ley de Comercio Minorista (RCL 1996, 148 y 554); sin embargo, al margen de lo anteriormente expuesto sobre la indeterminación de las causas de los daños y perjuicios que se pueden causar a sus clientes, el derecho de repudio antedicho —como cualquier otro medio que la Ley le reconoce para la defensa de sus intereses— no obstan para que en el caso que nos ocupa, la cláusula impugnada siga siendo objetivamente ambigua e indeterminada, merecedora por ello de ser anulada.

COMENTARIO

SUMARIO

- I. COMISIONES Y GASTOS.
 - II. SUMISIÓN EXPRESA.
 - III. COSTAS JUDICIALES.
 - IV. CERTIFICACIÓN DE SALDOS.
 - V. COMPENSACIÓN.
 - VI. PÉRDIDA, SUSTRACCIÓN O MANIPULACIÓN DE CHEQUES.
 - VII. UTILIZACIÓN INDEBIDA DE TARJETAS.
 - VIII. FALLOS EN CAJEROS AUTOMÁTICOS Y TERMINALES DE USO DE TARJETAS.
 - IX. RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO.
 - X. PROHIBICIÓN DE ARRENDAMIENTO.
 - XI. PROHIBICIÓN DE VENTA.
 - XII. CESIÓN DE CRÉDITOS.
 - XIII. BANCA ELECTRÓNICA.
-

La Sentencia de la Audiencia Provincial arriba transcrita, como puede verse, examina diversas cláusulas bancarias habituales en la práctica de las entidades de crédito españolas. Tiene, además, una virtud encomiable, cual es la de razonar de forma clara y sucinta cuando es preciso, pero extendiéndose cuando ello es necesario, en el análisis de cada una de las cláusulas, razonando cuándo deben considerarse y por qué abusivas, y cuándo no. Otra cuestión a agradecer al esfuerzo del ponente es que es una sentencia ordenada.

Debe tenerse en cuenta que, al tratarse de una acción colectiva de la LCGC, y siendo una Sentencia no recurrible (aunque en unificación de doctrina, si otra Audiencia Provincial dictaminara de forma diferente, cabría recurso de casación por especial interés, conforme al artículo 47.2.3 de la Ley de Enjuiciamiento Civil), su doctrina queda, de alguna manera, consolidada, aunque no constituya jurisprudencia en un sentido técnico. Además, beneficiará a todos

los clientes de las entidades demandadas (aunque no de otras entidades que puedan tener cláusulas similares, en la medida en que no hayan sido parte en el proceso) ⁽²⁾.

I. COMISIONES Y GASTOS

La primera de las cláusulas examinadas es la referida a la falta de información al cliente de las tarifas de comisiones y gastos de las cuentas bancarias, tanto en libretas de ahorro como en cuentas corrientes, por remisión a las tarifas generales de la entidad, lo que alguna entidad también aplicaba a los contratos de tarjeta de crédito.

Pues bien, aquí la Audiencia Provincial, sosteniendo el mismo criterio que el Juzgado de Primera Instancia, y en aplicación de lo dispuesto en el artículo

(2) Se ha intentado equiparar las acciones colectivas a las denominadas *class actions* del Derecho norteamericano; no son lo mismo, precisamente porque, entre otras cosas, las Sentencias recaídas en acciones colectivas sólo perjudican a quienes fueron parte en el proceso como demandados respecto de la totalidad, eso sí, de sus clientes (véase, a este respecto, Francisco VICENT CHULIÁ, “Condiciones generales de la contratación y condiciones abusivas bancarias”, *Revista de Derecho Privado*, 2004, p. 66). No será la última Sentencia sobre estas materias, dado el vertiginoso aumento de la litigiosidad en cuestiones bancarias, no puede ocultarse que, en gran parte, debido a la falta de legislación específica sobre contratos bancarios, con una dispersión de normas enorme, de distintos rangos y con eficacia discutible, pues las de carácter administrativo no parece que necesariamente hayan de tener consecuencias distintas de las sanciones administrativas que contemplan, pero no en el ámbito puramente civil, y que parece justificar ya la elaboración de ésta (en este sentido ya se pronunciaba el Profesor URÍA, en la edición de 1989 de su conocido *Manual de Derecho Mercantil*, p. 510, como reflejaba en mi propio comentario, publicado en el número 44 de esta Revista, p. 1134, y más recientemente el Profesor CHULIÁ, en el artículo citado, pp. 53 y ss.). No puede menospreciarse, sino al contrario, el efecto de las acciones colectivas en una mayor claridad en la determinación de los derechos, especialmente de los consumidores, en sus relaciones con las entidades de crédito cuando éstas predisponen sus contratos. Pero no parece suficiente, pues obligan al inicio de una acción judicial en todo caso; por otro lado, y aunque en nuestro ordenamiento aparecen como una novedad, y como a veces sucede con todas las novedades se la ensalza, en los ordenamientos donde existen *class actions*—que aun no siendo lo mismo, como ya se indicaba, son el espejo en el que las acciones colectivas se han mirado—, existe un movimiento para frenar su aplicación (véase, BRENDAN MALKIN, “A different class”, *International Bar News*, junio de 2005, pp. 15 a 17). En cualquier caso, las *class actions* son de habitual utilización en materia de préstamos al consumo e hipotecario, así como respecto del caso de tarjetas de crédito en la práctica norteamericana (véase, “Class warfare”, Thomas A. DICKERSON, *New York State Bar Association Journal*, julio-agosto de 2005, vol. 77, n.º 6, pp. 18 a 26, especialmente la Jurisprudencia citada en las notas 57 a 67). Sobre el ejercicio de las acciones colectivas en el Derecho español y su paralelismo con las *class actions* puede verse “Las acciones de clase (“*Class actions*”) en la Ley de Enjuiciamiento Civil”, A. FERRE-RES, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 11, pp. 38 a 48.

10.1 de la LCGC, y especialmente de su apartado a), declara la nulidad de la cláusula por existir un reenvío a textos no facilitados previa o simultáneamente a la conclusión del contrato. Poco se puede añadir al razonamiento de la Sentencia, impecable en este sentido, pues el texto de la Ley es palmario sin necesidad de interpretaciones adicionales, precepto, además, que se ve completado por un cúmulo de disposiciones, aunque muchas de ellas de carácter reglamentario e inferior, en las que específicamente se ordena a las entidades de crédito que informen a sus clientes plenamente de las condiciones aplicables a los contratos y de todas las cantidades a su cargo (así, por ejemplo, el artículo 7.4 de la Orden de 12 de diciembre de 1989, la Orden de 5 de mayo de 1994, ésta relativa a créditos hipotecarios, la Ley 7/1995, de 23 de marzo, sobre crédito al consumo, etc.). Una Sentencia posterior del Tribunal Supremo (de 29 de septiembre de 2005), Sala 1.^a, ha venido a declarar que la única obligación de las entidades de crédito es la de incluir en el folleto y hacer públicas las comisiones repercutidas.

II. SUMISIÓN EXPRESA

La segunda cláusula impugnada es la de sumisión expresa que, por increíble que pueda ahora parecernos, teniendo en cuenta los términos del artículo 54.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, que expresamente las prohíbe en estas circunstancias, además de la copiosísima Jurisprudencia que, antes de la entrada en vigor de la nueva Ley procesal, había declarado la nulidad, por abusivas, de las cláusulas de sumisión expresa en los contratos de adhesión, sigue manteniéndose en muchos contratos bancarios o sujeto a condiciones generales⁽³⁾.

Lo cierto es que las cláusulas discutidas eran de alguna manera más elaboradas, pues no había una sumisión directa a ningún tribunal, sino que se hacía referencia al fuero de los tribunales del lugar de otorgamiento o del lugar donde radicara la finca hipotecada. Esta cláusula es, en términos generales, declarada nula por la Audiencia, del mismo modo que había hecho el Tribunal de Instancia, si bien con alguna matización, pues apunta que estas cláusulas serán válidas (como no podía ser de otra manera) cuando concurran con los fueros que legalmente sean los aplicables, pero esto no por virtualidad de la cláusula, hay que entender, sino por imposición de la propia Ley de Enjuiciamiento Civil.

⁽³⁾ Véase, el Auto de la Audiencia Provincial de Sevilla de 28 de enero de 1999 y las Sentencias del Tribunal Supremo de 14 de abril y 29 de noviembre de 2000 y de 14 de octubre de 2002, entre muchas otras. Esto hace que esta cláusula, más que abusiva, sea directamente ilícita, por contraria a una norma imperativa, tal como la doctrina ha señalado (vid. María Amalia BLANDINO, op. cit., p. 218).

III. COSTAS JUDICIALES

La cláusula tercera trata de la obligación del cliente de cargar con todos los gastos derivados de los eventuales litigios que se deriven del contrato, si bien en los modelos de contrato de préstamo hipotecario de uno de los bancos existía una segunda parte en la que lo que se establecía era que la hipoteca también garantizaba las costas judiciales (que la existencia de la primera parte de la Cláusula, de ser válida, supondría que en todo caso habrían de pagarse, incluso cuando los prestatarios resultaran victoriosos en la contienda judicial).

Pues bien, la sentencia de primera instancia había declarado nulos ambos apartados, y ahora la Audiencia simplemente declara nulo el primero, por entender que es contrario a lo que dispone el artículo 394 de la Ley de Enjuiciamiento Civil y, además, abusivo por virtud de lo dispuesto en los artículos 10.1.c) y 10 bis de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (“LGDCU”), teniendo en cuenta, además, que el pacto sobre costas no es vinculante para los tribunales conforme a la jurisprudencia del Tribunal Supremo que allí se cita.

Por contra, declara la validez de la extensión de la garantía hipotecaria al pago de las costas judiciales, pero ahora sólo cuando sean los propios tribunales quienes las impongan al prestatario.

IV. CERTIFICACIÓN DE SALDOS

La cuarta cláusula en discusión es la relativa a la certificación de saldos a efectos de ejecución.

Esta cláusula fue declarada válida por el Juzgado de Primera Instancia, y en este punto quien recurre es la OCU, con una alegación relativa a la falta de información del derecho de los clientes a impugnar dicha certificación por los medios de prueba que tengan por convenientes. La Audiencia desecha esta alegación y recuerda que el pacto de liquidez por medio de la certificación de saldos ha sido reconocido reiteradamente por el Tribunal Supremo, e incluso por el Tribunal Constitucional, en las Sentencias que cita, y hoy se encuentra recogido en el artículo 572.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. Lo más relevante de la argumentación de la Sentencia es el párrafo final de este Fundamento, donde se dice expresamente que, de entenderse que las entidades bancarias deben informar de los derechos de los consumidores a impugnar la certificación de saldo, *“podría llegarse al absurdo de resultar exigible a las entidades demandadas cualquier información relativa a los derechos de los consumidores en cada operación bancaria que efectuasen con ellos”*.

V. COMPENSACIÓN

La quinta cláusula en discusión es la relativa al derecho de compensación por el banco de las deudas de sus clientes con cualquier otra cantidad que éstos pudieran tener a su favor depositada en el banco o en la que el banco fuera deudor de aquéllos, cualquiera que fuera la forma o el título jurídico.

El Juzgado de Primera Instancia declaró la validez de la cláusula. Sin embargo, la Audiencia ahora matiza un tanto esta decisión⁽⁴⁾.

La Audiencia establece que estas cláusulas son válidas en la medida en la que exista compensación sólo respecto a los bienes y derechos propiedad del titular de la deuda frente al banco, y no cuando existen supuestos de cotitularidad, salvo cuando el propio cotitular consienta voluntariamente, en cuyo caso sí podría darse la cláusula general de compensación, porque, como indica la Audiencia, *“nada impide a un tercero, debidamente informado, asumir voluntariamente la responsabilidad del cotitular deudor”*. Estamos, simplemente, ante una manifestación más de la compensación contractual, ampliamente reconocida por nuestra doctrina y Jurisprudencia. Lo que ahora hace la Audiencia es reconocer la posibilidad de compensación cuando alguien asume cumulativamente una deuda o se hace obligado solidario de ella, aun implícitamente, pero no cuando no existe identidad de deudores y acreedores.

VI. PÉRDIDA, SUSTRACCIÓN O MANIPULACIÓN DE CHEQUES

La cláusula sexta se refiere a la exención de responsabilidad de la entidad de crédito por pérdida, sustracción o manipulación de cheques.

El Juez de Primera Instancia había declarado nula la cláusula por abusiva. La Audiencia confirma la declaración de la nulidad, amparándose en la abundantísima Jurisprudencia, que allí se cita, acerca de la responsabilidad de las entidades de crédito que pagan un cheque falso o falsificado, y en aplicación también de lo que directamente dispone la Ley Cambiaria y del Cheque, en su artículo 156, en que se viene a establecer que será responsable el librado por el

(4) En línea con la doctrina, que ya había hecho notar que una compensación indiscriminada no es admisible, especialmente cuando existe cotitularidad pero no disponibilidad conjunta, lo que sucede en muchas ocasiones cuando hay un titular, auténtico propietario de un depósito bancario, y una serie de personas que simplemente aparecen como titulares para facilitar la gestión del mismo. Véase, en este sentido, María Amalia BLANDINO, op. cit., p. 222, y José Justo NAVARRO CHINCHILLA, *“Condiciones generales y cláusulas abusivas en la contratación bancaria”*, en *Condiciones generales de la contratación y cláusulas abusivas*, dirigido por Ubaldo Nieto Carol, Valladolid, 2000, p. 551.

pago de un cheque falso o falsificado, si bien aceptando la exoneración cuando el titular de la cuenta haya sido negligente o haya actuado con culpa, lo que permitiría a los tribunales moderar la responsabilidad del banco, pero nunca exonerarle de ella, tal como parece desprenderse del contenido de la cláusula declarada abusiva. Existiendo ya una Jurisprudencia tan consolidada no podría alcanzarse otra decisión.

VII. UTILIZACIÓN INDEBIDA DE TARJETAS

Hay dos cláusulas examinadas sobre este tema. La séptima se refiere a la exención de responsabilidad de la entidad de crédito en el pago a los establecimientos donde se utilicen tarjetas de crédito o débito por parte de los clientes del banco a cuyo favor se extendió la tarjeta de que se trate.

Esta cláusula se había declarado válida por el Juzgado de Primera Instancia y se mantiene su validez por la Audiencia, fundamentándolo en que la entidad bancaria no interviene en la operación por la cual el cliente utiliza la tarjeta. Sólo establece que no cabrá exención de responsabilidad cuando la entidad emisora es responsable de que el cliente no pueda utilizar la tarjeta, por tratarse entonces de un incumplimiento de las obligaciones de la entidad emisora, pero no por los supuestos de utilización indebida⁽⁵⁾.

La cláusula octava sujeta a examen trata de la exención de responsabilidad de la entidad de crédito por extravío o sustracción de la tarjeta o de la libreta antes de que se notifique su pérdida, incluso con la inversión de la carga de la prueba en caso de uso fraudulento del número secreto. El Juzgado de Primera Instancia declaró que dicha cláusula no era abusiva, lo que confirma ahora la Audiencia.

Para la Audiencia, no se puede hacer cargar a la entidad de crédito con la responsabilidad por la sustracción o extravío de las tarjetas hasta que se le comuniquen, sin que ello suponga una falta de proporcionalidad o desequilibrio entre las prestaciones, ya que la entidad de crédito no va a conocer la sustrac-

(5) Algún sector de la doctrina (María Amalia BLANDINO, op. cit., p. 223) señala la responsabilidad de la entidad de crédito cuando exista un incumplimiento de obligación por el establecimiento motivado por acciones u omisiones imputables al emisor de la tarjeta, como la falta de entrega y reposición de los elementos idóneos para la utilización de ésta o causas similares. De nuevo estaríamos aquí ante un incumplimiento contractual del banco pero no de un supuesto de mala utilización, que es a lo que se refiere la cláusula de exoneración de que se trata. Sobre responsabilidad de la entidad de crédito por la imposibilidad de utilización de la tarjeta y los perjuicios que ello pueda producir al cliente puede verse la conocida sentencia del Tribunal Supremo, por lo que en su momento supuso de novedad, de 15 de noviembre de 1994.

ción o extravío de la libreta o tarjeta a menos que se lo comunique especialmente el cliente, salvo casos excepcionales.

Estamos en la consolidación de una línea jurisprudencial, no siempre constante, en este mismo sentido, aunque sea de la llamada “jurisprudencia menor”, por provenir de las Audiencias Provinciales ⁽⁶⁾.

VIII. FALLOS EN CAJEROS AUTOMÁTICOS Y TERMINALES DE USO DE TARJETAS

La cláusula novena que se discute se refiere a la exención de responsabilidad por los fallos en los cajeros automáticos o en las terminales de utilización

⁽⁶⁾ Así, por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia de 23 de abril de 2003, si bien limita la responsabilidad del cliente a 150 euros, conforme al código de buena conducta del sector bancario europeo, por no existir evidencia de una negligencia grave en la custodia del número secreto ni en la comunicación del robo de la tarjeta; no obstante, debe señalarse que existe una línea jurisprudencial, cada vez más asentada, que tiende a repartir responsabilidades entre la entidad de crédito emisora y el cliente, e incluso a favorecer a este último, exigiendo, por ejemplo, que la entidad de crédito aporte evidencia documental de los justificantes de pago (así, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Badajoz de 13 de julio de 2002 o incluso la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 2001) o limitando la responsabilidad a 150 euros por cada operación de reintegro en los supuestos en los que se dejó la tarjeta dentro de un vehículo cerrado, por entender que no se está ante una negligencia grave (sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 15 de febrero de 2005) e, incluso, imputando al banco responsabilidad, hay que entender que sin perjuicio de que él, a su vez, reclame a los establecimientos adheridos a la red de la tarjeta de pago o crédito, cuando estos últimos no han comprobado la firma de quien utilizó la tarjeta, permitiendo al cliente dirigirse directamente contra la entidad de crédito y sin estimar consorcio pasivo necesario con aquéllos (Sentencia de la Audiencia Provincial de Castellón de 13 de diciembre de 2004); en el caso de sustracción por encontrarse dentro de un vehículo, incluso alguna Audiencia Provincial (vid. Sentencia de la Audiencia Provincial de Murcia de 29 de septiembre de 2004) ha estimado que no hay negligencia grave o incumplimiento de la obligación de aviso por parte del cliente, trasladando exclusivamente la responsabilidad a la entidad de crédito y estableciendo que la cláusula de exoneración es una cláusula abusiva y por tanto nula. Sin embargo, en otros casos, las Audiencias Provinciales, en los supuestos de pérdida o utilización indebida del número PIN, han declarado la responsabilidad del cliente (vid., por ejemplo, las Sentencias de la Audiencia Provincial de Baleares de 17 de julio de 2002 y de la Audiencia Provincial de Salamanca de 1 de octubre de 2004). Igualmente, se imputa al cliente el probar que efectivamente no realizó las disposiciones con la tarjeta, incluso imponiendo la prueba de la falsedad de la firma puesta en los justificantes (Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 13 de marzo de 2003). En realidad, la casuística sobre tarjetas de crédito es tan amplia que es difícil examinar todos los supuestos posibles. En este sentido debe entenderse que, aun siendo válida la cláusula examinada, habrá que estar a las circunstancias de cada caso concreto para determinar cómo se distribuye la potencial responsabilidad por el uso indebido de la tarjeta o los fallos en la custodia de los números o claves de utilización de aquella.

de las tarjetas de crédito o débito. La Sentencia del Juzgado de Primera Instancia había razonado la nulidad por abusiva de esta cláusula, si bien no se contenía en el fallo una declaración explícita en tal sentido, que luego se contiene en el auto aclaratorio de 13 de octubre de 2003 emitido por el propio Juzgado a petición de la OCU. Confirma ahora la Sentencia de la Audiencia la decisión del Juzgado de Primera Instancia, distinguiendo entre la cláusula de exoneración de responsabilidad por el mal uso de la tarjeta o los fallos en la custodia del número PIN, que no son imputables al banco, ajeno a las circunstancias de dicha utilización, y aquellos otros fallos o perjuicios que se deriven del mal funcionamiento de los elementos técnicos instalados por el banco o pertenecientes a la misma red (y habrá que entender que en otra red, siempre que haya un acuerdo de interconexión de redes) en la que el banco se encuentre integrado, pues aquí el cliente para nada interviene en la elección o mantenimiento de dichas instalaciones, lo cual parece extremadamente razonable⁽⁷⁾.

IX. RESOLUCIÓN ANTICIPADA DE LOS CONTRATOS DE PRÉSTAMO

La décima cláusula objeto de revisión es la referida a la resolución anticipada del préstamo por incumplimiento de cualquier obligación del prestatario, incluidas las accesorias.

La Sentencia de Primera Instancia declaró nula por abusiva dicha estipulación, por entenderla contraria al artículo 10 bis de la LGDCU.

Confirma la Audiencia esta interpretación, si bien no por ello sostiene que el incumplimiento de una obligación pactada no puede dar lugar a la resolución, sino que hay que examinar caso por caso la relevancia del incumplimiento para determinar si justifica o no la resolución.

Esta cuestión de la resolución anticipada por incumplimiento ha sido objeto de un debate muy amplio, incluso jurisprudencial, en el que un hito importante lo supuso la Sentencia de 27 de marzo de 1999 del Tribunal Supremo, indicando que las cláusulas de vencimiento anticipado en los contratos de préstamo eran nulas, Sentencia ampliamente criticada, y creo que contraria a diversos preceptos legales de general aplicación, como el artículo 1124 del Código Civil, sin necesidad de acudir a otros. La doctrina de esta Sentencia, en cualquier caso, no se ha consolidado, como recuerda la propia Sentencia comentada y

(7) Y aquí sí que la observación a la que se hacía referencia en la nota 6 anterior tendría todo su sentido. En la misma línea puede verse la Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo de 27 de junio de 1992.

numerosísimas otras Sentencias de Audiencias que en ella se citan. Por el contrario, a tenor de lo dispuesto en el artículo 693.2 de la vigente Ley de Enjuiciamiento Civil, que respecto de los préstamos hipotecarios permite la resolución anticipada por el impago de una sola de las cuotas, no cabe ya sostener la postura de la citada Sentencia del Tribunal Supremo. Incluso, las Sentencias del Tribunal Supremo que han dictaminado en contra de los acreedores, en algunos casos por ser abusivas las cláusulas de los contratos de préstamo, no han discutido la validez de la resolución anticipada por incumplimiento, como es el caso de la Sentencia de 2 de noviembre de 2000, que también se cita en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid que comentamos. Ésta era la posición tradicional de la jurisprudencia menor antes de la LCGC, y así las Sentencias de la Audiencia Territorial de Cáceres de 11 de marzo de 1986, de Valladolid de 11 de noviembre de 1987, de Palma de Mallorca de 16 de febrero de 1990, o de la Audiencia Provincial de Burgos de 20 de julio de 1991, entre otras muchas, facultaban para la resolución en caso de incumplimiento del acreditado con cualquier pago de intereses, comisiones o principal⁽⁸⁾.

Debe insistirse, por tanto, en que si se da un incumplimiento de una entidad suficiente para la frustración del contrato (en los términos utilizados por la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de marzo de 2005, que se cita por la propia Audiencia), aunque sea uno sólo, podría dar lugar perfectamente a la resolución, si bien no será suficiente el incumplimiento de cualquier obligación que conste en el contrato a cargo del cliente bancario.

La cláusula undécima discutida tiene relación directa con la décima, y es la relativa a la resolución anticipada del préstamo por falta de pago de una sola de las cuotas. El Juzgado de Primera Instancia había entendido que dicha cláusula era abusiva y, por tanto, nula. La Audiencia revoca ahora esa decisión del Juzgado, con base en los mismos argumentos utilizados para analizar la facultad de resolución por cualquier incumplimiento, y especialmente recordando lo que ahora dispone el artículo 693.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, aunque de nuevo matiza en el sentido de que habrá que examinar en concreto el incumplimiento de que se trate para ver si la resolución es abusiva.

También con relación a la resolución anticipada de los contratos de crédito o préstamo, la cláusula duodécima que se examina se refiere a la pactada por la disminución patrimonial del prestatario sobrevenida después de celebrado el

(8) Véase el comentario a las Sentencias citadas de José MOXICA ROMÁN, en *Las pólizas bancarias*, Pamplona, 1994, pp. 67 y ss. Véase también María Pilar MONTÉS RODRÍGUEZ, "Las condiciones generales de los contratos bancarios y la protección de los consumidores y usuarios", en AA.VV. *Estudios sobre jurisprudencia bancaria*, dirigida por Vicente Cuñat Edo y Rafael Ballarín Hernández, Valencia, 2002, pp. 100 a 106.

contrato. El Juzgado había denegado la declaración de nulidad de esta cláusula, y la OCU recurre alegando lo dispuesto en el artículo 1129 del Código Civil, cuando trata de la pérdida del beneficio de plazo del deudor, así como en diversos apartados de la Disposición Adicional Primera de la LGDCU, por omitir cualquier referencia a una justa causa que permita la resolución anticipada del préstamo.

Sin embargo, la Audiencia desestima las alegaciones de la OCU y confirma la decisión del Juzgado de Primera Instancia, en el sentido de declarar la validez de estas cláusulas, precisamente al amparo del propio artículo 1129 del Código Civil, entendiendo que en los supuestos en los que disminuye la solvencia del deudor no se puede imponer al acreedor la carga de asumir el riesgo de incumplimiento, especialmente cuando se pactó el vencimiento anticipado del contrato, por cuanto, por otro lado, el deudor puede en todo caso enervar la resolución pagando la deuda o garantizando su cumplimiento con garantías adicionales. Tampoco es contrario este pacto, según la Audiencia, a la Disposición Adicional Primera de la LGDCU, por cuanto no existe una facultad unilateral de resolución del contrato en favor de la entidad de crédito incluso en los supuestos en los que el deudor paga correctamente las obligaciones que de él se derivan; lo que realmente se produce es una situación imputable al deudor que provoca o permite el embargo de sus bienes o su propia insolvencia, poniendo en riesgo la posibilidad de recobro de la entidad prestamista, sin que el derecho de ésta a resolver en estas circunstancias pueda considerarse abusivo. Debe significarse que la jurisprudencia menor, si bien ya en resoluciones bastante antiguas, venía aceptando la validez de estas cláusulas de resolución anticipada por disminución de la solvencia⁽⁹⁾.

Finalmente, en lo que a resolución anticipada se refiere, la cláusula decimotercera impugnada trata de la resolución anticipada del préstamo hipotecario por imposibilidad de registrar la hipoteca por cualquier causa, cláusula que fue declarada nula por el Juzgado de Primera Instancia, que entendió que sólo sería válida si la falta de inscripción fuera por causa imputable al prestatario, razonamiento y conclusión que la Audiencia confirma, considerando que las entidades

(9) Véanse, por ejemplo, las Sentencias de la Audiencia Territorial de Granada de 19 de enero de 1987 y de la Audiencia Territorial de Valladolid de 11 de noviembre de 1987, sentencia esta última que ya tuve ocasión de comentar en el número 44 de esta misma Revista. La doctrina también venía aceptando la validez de estas (vid. José MOXICA ROMÁN, op. cit., p. 79 y ss.) aunque con alguna matización en el sentido de que debiera tratarse de una disminución ostensible de la solvencia y no de cualquier circunstancia, que pudiera ser irrelevante aunque tuviera algún humo de pérdida de la misma (vid. María Victoria PETIT LAVALLE, *La protección del consumidor de crédito: las condiciones abusivas de crédito*, Valencia, 1996, p. 261; y María Amalia BLANDINO, op. cit., p. 224).

de crédito tienen siempre la posibilidad de consultar *a priori* con el Registro de la Propiedad si el contenido de la hipoteca es o no inscribible, a lo que hay que añadir que las cláusulas hipotecarias son siempre prerredactadas por las entidades de crédito, que tienen una práctica habitual en su inscripción, por lo que deben conocer si son o no inscribibles. No se puede sino estar conforme con la decisión de la Audiencia.

X. PROHIBICIÓN DE ARRENDAMIENTO

Otra cláusula, numerada como la decimocuarta en la Sentencia que se comenta, que se examinó por el Juzgado de Primera Instancia y ahora se revisa por la Audiencia Provincial, es la relativa a la prohibición de arrendar la finca hipotecada que suele constar en la casi totalidad de los préstamos hipotecarios. La razón es evitar un menor valor de la finca que pudiera derivarse del hecho de la existencia de arrendamiento en condiciones económicas perjudiciales o en la imposibilidad o menoscabo que sufrirá, por el menor interés de los postores en la potencial subasta, el valor de la finca cuando se encuentra arrendada.

El Juzgado la estimó válida y la Audiencia ratifica su validez, ya que entiende que no es desproporcionada ni supone una prohibición de disponer. Es verdad que la existencia de arrendamientos puede hipotéticamente suponer un menor valor de la garantía por las dificultades de ejecución y el menor precio que se obtendría en la subasta. Sin embargo, establecida con carácter general, esta cláusula podría ser ciertamente excesiva en aquellos supuestos en los que el valor garantizado por la hipoteca fuera muy inferior al valor real de la finca, que le sirve de soporte, a la vez que podría suponer un incentivo precisamente para que no se invirtiera en inmuebles por aquellas personas que tienen la intención de arrendarlos. No obstante, este último inconveniente puede resolverse con facilidad en las negociaciones que se celebren con la entidad de crédito a la hora de obtener el préstamo hipotecario, pues aunque es cierto que las cláusulas las predisponen el banco, no es menos cierto que siempre existe una cierta flexibilidad por parte de las entidades de crédito para modificarlas.

XI. PROHIBICIÓN DE VENTA

La cláusula decimoquinta se refiere a la prohibición de vender o enajenar el bien que garantiza la hipoteca, que el Juzgado de Primera Instancia declaró válido y así se confirma por la Audiencia Provincial. No se hace sino, en términos tanto del Juzgado como de la Audiencia, evitar la sustitución del deudor, como ya se previene en el propio artículo 1205 del Código Civil, cuando no existe aquiescencia del acreedor. Ahora bien, cualquier otra prohibición de

disponer de la finca, que no suponga la subrogación del préstamo, no parece que fuera aceptable⁽¹⁰⁾.

XII. CESIÓN DE CRÉDITOS

Se examina, como cláusula decimosexta, la exención del deber de la entidad de comunicar la cesión del préstamo a terceros. El Juzgado de Primera Instancia había declarado que esta cláusula era abusiva, y por tanto la anuló. Sin embargo, la Audiencia revoca ahora dicha anulación y confirma la validez de aquélla.

Diferencia la Audiencia entre cesión de crédito y cesión de contrato, de tal manera que, señala, la cesión de crédito no perjudica al consumidor, lo que sí sucedería con una cesión de contrato. No observa ningún perjuicio, pues el nuevo acreedor mantendrá exactamente los mismos derechos que tenía el cedente, y no se impone obligación adicional al prestatario, haciéndose invocación expresa del artículo 242 del Reglamento hipotecario, donde se autoriza expresamente la renuncia del deudor a que se ponga en su conocimiento la cesión del crédito hipotecario, cuando la renuncia se recoge en escritura pública o se está en el caso del artículo 150 de la Ley Hipotecaria, considerando además que si no se notifica al deudor y éste paga a su acreedor original quedará liberado por virtud de lo dispuesto en los artículos 1198 y 1527 del Código Civil (y habría que referirse también al artículo 347 del Código de Comercio, en la medida en que el prestatario no sea consumidor), en que se admite la enajenación y cesión del crédito hipotecario a un tercero. Hace, sin embargo, la Audiencia, de pasada, una referencia a la titulización de los préstamos hipotecarios, diciendo que el hecho de que ésta pueda ser especialmente útil para el mercado no puede, por sí sola, enervar los derechos o protección que pudieran tener los consumidores y usuarios. En este punto sí cabe discrepar de la Audiencia Provincial, por cuanto no tiene inferior rango normativo la Ley del Mercado Hipotecario en que se fundamenta la titulización, ni el conjunto de normas que la regulan y protegen, que la LCGC, y lo que habrá que hacer en cada momento es valorar los intereses en juego (a fin de evitar abuso o perjuicio) para que, sin que exista desprotección del deudor, se facilite al acreedor la obtención de fuentes de financiación, porque en definitiva ello redundará en un menor coste para el propio prestatario.

⁽¹⁰⁾ Como la doctrina ya se ha encargado de señalar; vid. María Amalia BLANDINO, op. cit., p. 224.

XIII. BANCA ELECTRÓNICA

La última cláusula que se examina, como decimoséptima, es la exención de responsabilidad por fallos en el sistema informático o de banca electrónica. El Juzgado había declarado nula por abusiva dicha cláusula, por entender que se producía un desplazamiento de responsabilidad desde el banco al cliente, lo que la Audiencia estima que efectivamente se produce, confirmando en este punto la Sentencia de instancia. Se argumenta que, en definitiva, los fallos del sistema dependen, en muchas circunstancias, de la propia entidad de crédito, que es la que proporciona, además, medios técnicos para poder utilizar estos sistemas de banca a distancia; si bien en los supuestos de fuerza mayor o caso fortuito, o en los que no exista responsabilidad imputable a la entidad de crédito, no se le podrá reclamar por los daños o perjuicios que pueda sufrir el cliente, no podrá por contra quedar exonerada cuando el funcionamiento incorrecto se deba a sus propias actuaciones o a negligencia que le sea imputable. Por lo demás, aquí la Audiencia no hace sino seguir una abundante jurisprudencia menor al respecto, especialmente en lo referido a la utilización de cajeros automáticos, y que enlaza con lo que más arriba se comentó sobre tarjetas de crédito ⁽¹¹⁾.

En resumen, nos encontramos ante una Sentencia que, como se adelantaba al comienzo de este comentario, ha sido muy ponderada al analizar todas y cada una de las cláusulas bancarias sujetas a examen, llegando a conclusiones razonadas y, en mi opinión, razonables en todos los supuestos examinados. Un aspecto a destacar es que, cuando la Audiencia examina la validez de estas cláusulas, en algunos supuestos hace referencia específicamente a que el cliente sea consumidor o usuario, pero en otros no, sino que se refiere simplemente al cliente del banco. A pesar de lo que a primera vista pudiera parecer, de la lectura de los razonamientos de la sentencia debe concluirse que lo que en ésta se declara es aplicable no sólo cuando se trate de consumidores o usuarios, a pesar de que en algunos casos se hace referencia expresa a ellos, sino que se aplicará siempre que se esté ante un cliente de una entidad bancaria, sea consumidor o no conforme a la legislación específica. Esta conclusión es la más lógica, a pesar de que a veces ha existido una cierta discrepancia acerca de si la LCGC es de aplicación a quien no sea consumidor y usuario. La razón argüida es que el artículo 10 bis de la LGDCU, al caracterizar las cláusulas abusivas, hace una referencia específica a que serán las que no se negocien individualmente y, en contra de las exigencias de la buena fe, causen “*en perjuicio del consumidor*” un desequilibrio de prestaciones entre las partes. Como quiera

(11) Véase la Sentencia de la Audiencia Provincial de Oviedo de 27 de junio de 1992, ya citada al tratar de la cláusula 9.ª; vid. también la jurisprudencia menor allí citada y José Justo NAVARRO CHINCHILLA, *op. cit.*, p. 548.

que el listado de cláusulas abusivas que se contiene en la Disposición Adicional Primera se hace con referencia específica al artículo 10 bis de esta misma Ley, parecería que sólo cuando haya un perjuicio para el consumidor es cuando el listado de estas cláusulas operaría. Sin embargo, queda claro en el artículo 2 de la LCGC que esta Ley es de aplicación “*a los contratos que contengan condiciones generales celebrados entre un profesional —predisponente— y cualquier persona física o jurídica —adherente—*”, y en el número 3 del mismo artículo 2 se indica que el adherente también puede ser un profesional. Por último, el artículo 8.2 de la LCGC hace una referencia explícita al artículo 10 bis de la LGDCU⁽¹²⁾; en conclusión, pues, este precepto es aplicable con carácter general cualquiera que sea la contraparte de la entidad de crédito.

(12) Vid., no obstante, VICENT CHULIÁ, op. cit., pp. 69 y ss.

NOTICIAS

1. SOBRE LA SOCIEDAD EUROPEA DOMICILIADA EN ESPAÑA

I. La promulgación de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España ha culminado la primera fase del proceso de un largo camino que ha seguido el fallido deseo de constituir una sociedad bajo un régimen supranacional. Porque bajo el enunciado equívoco de “sociedad anónima europea domiciliada en España” se ha querido insertar en nuestro derecho el régimen jurídico de la sociedad anónima europea, conocida por la sigla SE (de la expresión latina “Societas Europaea”), que sustancialmente está regida por el Reglamento (CE) n.º 2157/2001, que aprobó el llamado “Estatuto de la sociedad anónima europea”, que al haber sido aprobado por un Reglamento comunitario, sus normas tienen un efecto directo en todos los Estados miembros de la Unión Europea, ya que, como es bien sabido, el artículo 249 del Tratado de la Unión Europea (en su versión consolidada) establece que las normas de los Reglamentos son obligatorias “en todos sus elementos y directamente aplicables, en cada Estado miembro”; por consiguiente en España. Sobre esta figura de la sociedad europea la literatura jurídica es muy abundante. Dentro de ella se ha de destacar el excelente libro, coordinado por los profesores Gaudencio ESTEBAN VELASCO y Luis FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, titulado *La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal* (ed. Marcial Pons, Madrid, 2004, 1256 páginas).

Este Reglamento se ha debido completar, como él mismo establece, con normas de nuestro propio ordenamiento, principalmente de la LSA, para lo cual la Ley 19/2005 ha añadido a la propia LSA un nuevo capítulo (el XII, compuesto por los artículos 312 a 337) indicando que la SE que tenga su domicilio en España se regirá por lo establecido en el mencionado Reglamento comunitario, por las disposiciones de ese capítulo XII (que se remite a su vez en diversos puntos a las normas contenidas en otros artículos anteriores de la misma LSA) y por la “Ley que regule la implicación de los trabajadores en las sociedades anónimas europeas”. Ley esta última aún no promulgada, ya que su proyecto se ha publicado en el BOCG, Congreso de los Diputados, de 25 de noviembre de 2005, y está sometido en la actualidad al período de presentación de enmiendas.

Si el Tratado de la Unión Europea dice que sus Reglamentos son de aplicación directa en cada Estado miembro (y tal Reglamento entró en vigor el 8 de

octubre de 2004) y la Ley 19/2005, de 14 de noviembre de 2005, fue publicada en el BOE del día 15 de noviembre, y en ella establece que entra en vigor al día siguiente, puede pensarse que, aun con cierto tiempo de retraso, ya podrán domiciliarse en España estas sociedades europeas. Pero esto no es así, porque no puede tener acceso al Registro Mercantil ninguna sociedad de este carácter en tanto en cuanto no se haya celebrado un acuerdo de implicación de los trabajadores, conforme a lo establecido en la futura Ley sobre la materia (que ahora, como hemos dicho, se encuentra en el Congreso de los Diputados), o haya expirado el período de tiempo previsto en ella por el fracaso de las negociaciones (art. 12 del Reglamento comunitario). Se trata, por consiguiente, de normas que están formalmente en vigor, pero que paradójicamente carecen de vigencia, al depender de la aprobación del Proyecto de Ley sobre implicación de los trabajadores en las sociedades anónimas europeas y de la posterior aplicación de lo que su texto definitivo decida. Este Proyecto de Ley es excesivamente casuístico, califica sus normas como parte de la legislación laboral, somete su aplicación a los órganos jurisdiccionales españoles del orden social y al poder administrativo sancionador laboral. Resulta, a primera vista, poco atractivo para domiciliar una SE en España, aun cuando para hacer una valoración definitiva es preciso esperar a conocer el texto definitivo.

II. Cabe recordar que la sociedad anónima europea tuvo su origen en una idea ajena a todo particularismo legislativo. Porque esos orígenes se encuentran en la “Propuesta de un Estatuto de las Sociedades Anónimas Europeas” de 1970 (Propuesta de 30 de junio de 1970, publicado en el *Jur. CEE* de 10 de octubre de 1970 y como suplemento 8/1970 del *Bull. CEE*), que pretendía establecer un régimen uniforme y detallado, inserto en el Derecho comunitario, para facilitar la “constitución de empresas europeas como instrumento evidente y normal” para superar las dificultades que “se presentaban para poner en común el potencial de las empresas ya existente en diversos Estados miembros” y también las derivadas de las divergencias “de orden jurídico, fiscal y psicológico” entre las distintas empresas.

Este Proyecto —redactado por el profesor holandés Pieter Sanders— constaba de 284 artículos, y tendía en gran medida a un régimen jurídico comunitario que podríamos calificar como autónomo, en el sentido de intentar aislarlo de los derechos de sociedades del Estado donde se domiciliara. Su artículo 7.º decía en su apartado primero que “*Salvo disposición en contrario, las materias que reglamenta el presente estatuto, aun aquellas no definidas claramente, no se resolverán aplicando el derecho de los Estados miembros. Cuando un supuesto no esté expresamente reglamentado, deberá ser resuelto: a) según los principios generales en los que se basa este estatuto; b) según las reglas o principios generales comunes a los respectivos derechos de los Estados miembros, si las normas del estatuto no permiten resolver la cuestión planteada*”. En el apartado segundo, referido a las materias ajenas al Estatuto, decía: “*los asun-*

tos que no queden regidos por el presente estatuto quedarán sometidos al derecho nacional aplicable en esta materia”.

Para justificar esta delimitación del campo de aplicación de este Estatuto decía el redactor que estaba inspirado en el Convenio de La Haya de 1964 que aprobó la Ley uniforme sobre la venta de objetos mobiliarios corporales, cuando en su artículo 17 decía: *“Las cuestiones referentes a las materias regidas por la presente ley y que no estén expresamente resueltas por ésta quedarán reglamentadas según los principios generales en los que dicha ley se inspira”.*

El proyecto de régimen de la SE de 1970 fue sustituido en 1975 por la “Propuesta de un Reglamento del Consejo sobre el Estatuto de las Sociedades Anónimas Europeas (Propuesta presentada por la Comisión al Consejo el 13 de mayo de 1971, Suplemento 4/1975 del *Boll.CEE*), que mantenía una orientación similar, si bien suprimió diversos artículos del anterior, modificó parte de su texto, añadió algunos preceptos nuevos y contenía cuatro anexos. La extensión del régimen de la SE y, de modo especial, la imposición en ese régimen del sistema de administración dualista regulando el “directorio” (arts. 62 a 73), el “consejo de vigilancia” (arts. 73 a 82), más el régimen de “representación de los trabajadores en la SE” en ese consejo (arts. 100 a 147), hicieron que por la mayoría de las representaciones de los Estados miembros se rechazara de nuevo ese texto, que, por otro lado, conservaba la autonomía del régimen de la SE respecto al régimen nacional de sociedades, de la misma manera que su precedente (vid. su art. 7.º).

Más adelante, tras la falta de aceptación del modelo expuesto, se propuso una reducción amplia de las propuestas tradicionales del Estatuto de la SE, bajo los principios de que la sociedad pudiera optar entre el sistema monista y dualista para organizar su administración, y que se suprimiera la cogestión. Es decir, que se pretendía que se abandonara el modelo germánico que se había seguido hasta entonces, y que se rompiera con el hermetismo absoluto de su régimen, de forma que la SE tuviera alguna conexión con el Derecho nacional de sociedades del Estado en que se domiciliara. Así surgió en 1989, por un lado, una Propuesta de Reglamento comunitario que regulaba la SE con una normativa uniforme respecto a ciertos aspectos de la sociedad [Propuesta de Reglamento que “establece el Estatuto de la Sociedad anónima europea”, doc. COM (1989) 268 final (01)] y, por otro, una Directiva que regulaba la posición de los trabajadores respecto a ella [Propuesta de Directiva por la que “se completa el Estatuto de la SE en lo relativo a la posición de los trabajadores”, doc. COM (1989), 268 final (02)]. Tras diversas modificaciones, y conseguido el levantamiento de la oposición de algunos de los Estados miembros, en el año 2000, con motivo de la Cumbre de Niza, la aprobación del Reglamento y de la Directiva entraron en su fase final, que tuvo su concreción posterior con su publicación en el DOCE de 11 de noviembre de 2001. Reglamento que, como se ha dicho, entró en vigor el 8 de octubre de 2004 (artículo 70).

III. El régimen promulgado de la SE, aun cuando conserva la denominación de Estatuto de la sociedad anónima europea, es notablemente más simple que el de las primeras propuestas a las que nos hemos referido. El Reglamento de la SE, en sus consideraciones preliminares, se refiere al interés por la creación de empresas cuya actividad se desarrolle a escala comunitaria y hace constar que resulta necesaria la concentración y fusión de empresas nacionales que operen con eficacia en un mercado que trata de ser único, superando las dificultades para operar en ese mercado único con las que se han tropezado las sociedades sometidas a regímenes de los diferentes Estados miembros.

Sin embargo se ha de indicar que para ello el Reglamento, en forma aparentemente contradictoria, rompe en buena medida con la separación del Derecho comunitario propio de la SE respecto a los Derechos de los Estados miembros, señalando en sus consideraciones preliminares que ello ha sido posible por la aproximación de los Derechos de sociedades de esos Estados ha progresado considerablemente de manera “que puede hacerse una remisión hacia la legislación sobre sociedades anónimas del Estado miembro del domicilio social para todo aquello que afecte a la SE en los ámbitos en los que su funcionamiento no exija la existencia de normas comunitarias uniformes”. Remisión que, por otro lado, indicaba que se veía facilitada por la aproximación de ordenamientos que se ha producido en el régimen del derecho de sociedades europeas, por medio de las Directivas y también con la ayuda de la jurisprudencia del Tribunal de las Comunidades.

El Reglamento promulgado implica, por consiguiente en cuanto al régimen jurídico de la SE, un cambio esencial respecto al punto de partida de 1970, ya que este Reglamento contiene, junto a un núcleo de normas que constituyen lo que podemos calificar como “régimen uniforme de la SE”, unas remisiones a preceptos del Derecho de Sociedades anónimas del Estado miembro en el que la SE fije su domicilio. De manera tal que desaparece la plena uniformidad que se pretendía en un principio en el régimen de la SE y se ha visto sustituida por una uniformidad parcial, al estar completado su régimen por los preceptos del Derecho nacional de los distintos Estados.

Esta conexión entre el ordenamiento uniforme de la SE y el Derecho nacional, prevista en el Reglamento comunitario, es lo que ha hecho con relativo cuidado nuestro legislador en la Ley 19/2005 de acuerdo con lo previsto en el propio Reglamento, lo que a nuestro juicio se cumplía más en el Proyecto de Ley del Gobierno que en su texto definitivo, en el que se acentúa el particularismo al dar entrada, ciertamente de modo reducido, a las Comunidades autónomas para informar si el cambio de domicilio de una SE perjudica al interés público. En todo caso, a la hora de poder vaticinar las posibilidades de que las sociedades anónimas europeas se domicilien en España, se ha de esperar a conocer el texto definitivo de la Ley sobre implicación de los trabajadores en esas sociedades, ya que el Proyecto de Ley publicado en el Boletín de las

Cortes, Congreso de los Diputados, da la impresión de que no manifiesta especial interés en facilitar tal domiciliación.

Fernando Sánchez Calero

2. ABUSO DE MERCADO: DESARROLLO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES POR EL REAL DECRETO 1333/2005

1. La regulación comunitaria del abuso de mercado

Partiendo de la constatación de que la correcta formación de los precios en el mercado de valores puede alterarse tanto por prácticas informativas (abusando de información privilegiada o difundiendo información engañosa) como operativas (manipulando las cotizaciones mediante la introducción de órdenes irregulares), el Derecho comunitario ha creado la categoría general de “abuso de mercado” para referirse a ambos tipos de prácticas. Este nuevo enfoque de la regulación comunitaria de las normas de conducta parte 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) (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 91, 2003, pp. 332 y ss.). Esta Directiva marco ha sido la primera desarrollada conforme al denominado “procedimiento Lanfalussy” (procedimiento ciertamente paradójico que, buscando agilizar la toma de decisiones en el ámbito financiero, ha conseguido multiplicar tanto los tipos de normas comunitarias como las instancias de consulta y decisión, con la consiguiente complicación añadida a una normativa comunitaria de por sí sobradamente compleja) y, por lo tanto, ha dado lugar a un “Big Bang” de disposiciones de desarrollo de diverso tipo y procedencia: las Directivas de la Comisión números 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE y el Reglamento de la Comisión número 2273/2003 (ver nuestras noticias en esta *RDBB*, n.º 94, 2004, pp. 248 y ss. y 269 y ss.).

2. La incorporación de la anterior regulación comunitaria al Derecho español

La incorporación de la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado a nuestro Derecho se ha producido en dos etapas:

a) Una primera de adaptación parcial mediante la modificación de la LMV por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del

sistema financiero (sobre la reforma de las normas de conducta ver, por todos, FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ ACEBO, A. “Las normas de conducta” en Sánchez Calero, F. y Sánchez-Calero Guilarte, J., coords., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, Pamplona, 2003, pp. 135 y ss.).

b) Una segunda etapa de adaptación también parcial a través del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en materia de abuso de mercado (BOE n.º 280, de 23 de noviembre de 2005). Este Real Decreto del que damos noticia —que se dicta al amparo de los apartados 6.º y 11.º del art. 149.1 de la Constitución— entró en vigor el 24 de noviembre (Disposición Final Cuarta) e incorpora las Directivas antes señaladas (Disposición Final Segunda). Su contenido se estructura en cuatro capítulos que expondremos por referencia a los sujetos afectados por las normas de conducta que desarrolla (ver nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 328 y ss.).

3. Desarrollo reglamentario de normas de conducta que afectan, en general, a cuantas personas actúan en el mercado de valores

Se trata, en primer lugar, de la prohibición de abusar de información privilegiada que establece el art. 81 de la LMV. A este respecto, el art. 1 del RD 1333/2005 desarrolla la noción de información privilegiada desglosando alguno de sus componentes (extiende el concepto de cotización a la de los instrumentos financieros derivados relacionados con valores negociables y precisa las nociones de información influyente o de carácter concreto) y adaptándola a determinadas situaciones (las de las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los valores negociables o instrumentos financieros o las de los instrumentos financieros derivados sobre materias primas).

En segundo lugar, el RD 1333/2005 desarrolla algunos aspectos de la prohibición de manipular las cotizaciones que establece el art. 83 ter de la LMV y, en tal sentido, define —de forma no exhaustiva y habilitando a la CNMV para un subsiguiente desarrollo— los comportamientos que se considerarán prácticas que falsean la libre formación de los precios (art. 2). En concreto, establece los indicios que, como mínimo, deberán tener en cuenta los operadores de mercado cuando examinen las operaciones u órdenes de negociar, en relación con las operaciones u órdenes previstas en las letras a) y b) del apartado 1 del art. 83 ter de la LMV (art. 3).

Por último, el RD 1333/2005 establece el concepto de prácticas de mercado aceptadas (por la CNMV), que es de utilización común tanto para la definición legal de información privilegiada del apartado 1 del art. 81 de la LMV como para la definición legal de prácticas que falsean la libre formación de los precios de la letra a) del apartado 1 del art. 83 ter de la LMV. En concreto, se

establecen los criterios a tener en cuenta a la hora de determinar si una práctica de mercado es aceptada a los anteriores efectos (art. 4) y el mecanismo de aceptación o rechazo de prácticas de mercado por la CNMV mediante la aprobación y publicación de circulares (art. 5).

4. Desarrollo reglamentario de normas de conducta que afectan a los emisores de valores

En primer lugar, el RD 1333/2005 desarrolla determinados aspectos del deber de difundir toda información relevante que el art. 82 de la LMV impone a los emisores de valores. En concreto, se establecen los medios (mediante comunicación a la CNMV) y plazos (tan pronto como sea conocido el hecho o adoptada la decisión) para la comunicación de la información relevante (art. 6).

En segundo lugar, se desarrolla el deber de confidencialidad que incumbe a los emisores conforme al art. 83 bis de la LMV, concretando los supuestos que constituyen actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes y las medidas necesarias para controlar el acceso a la información relevante (art. 7) y estableciendo los términos de elaboración por los emisores de los registros documentales de las personas, internas o externas, que tengan acceso a información privilegiada (art. 8).

Por último, se desarrolla —en el art. 9 del RD 1333/2005, único integrante de su capítulo III— el régimen de comunicación de las transacciones de los administradores y directivos sobre acciones del emisor admitidas a negociación en un mercado regulado o sobre derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones, extendiéndolo a las personas que tengan un vínculo estrecho con aquéllos y estableciendo el plazo y contenido de las informaciones y notificaciones que inscribirá la CNMV en el Registro previsto en la letra j) del art. 92 de la LMV.

5. Desarrollo reglamentario de normas de conducta que afectan a los informadores y asesores de inversiones

El capítulo IV del RD 1333/2005, bajo el título de “Presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de los conflictos de interés”, desarrolla las normas de conducta que, conforme al apartado 2 del art. 83 de la LMV, deben cumplir “todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados”. En concreto, se distinguen dos tipos de normas reglamentarias:

a) Las que afectan a las personas, físicas o jurídicas, que elaboran recomendaciones. A tal efecto, se determinan las nociones de “recomendación” y “persona relevante” (art. 10) y se establecen las normas para la presentación imparcial de las recomendaciones (art. 11) y para la información sobre los intereses y los conflictos de intereses de las personas relevantes, tanto con carácter general (art. 12), como en los casos de recomendaciones elaboradas por un analista independiente, una empresa de inversión, una entidad de crédito o cualquier persona jurídica vinculada o cualquier otra persona relevante cuyo principal trabajo sea la elaboración de recomendaciones (art. 13).

b) Las que afectan a las personas que difunden las recomendaciones elaboradas por un tercero, precisando su identidad (art. 14) y estableciendo las normas generales para la difusión de las recomendaciones elaboradas por un tercero (art. 15) y las obligaciones adicionales para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que difundan recomendaciones elaboradas por terceros (art. 16).

6. Conclusión

La incorporación del RD 1333/2005 a la normativa española sobre normas de conducta en los mercados de valores plantea un primer problema de compatibilidad con el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios y con el “Código General de Conducta en los Mercados de Valores” incluido en su Anexo (ver al respecto nuestro estudio sobre “Las normas de actuación en el Mercado de Valores”, publicado en la obra colectiva *Instituciones del Mercado Financiero*, Madrid, 1999, pp. 2753 y ss.). El carácter genérico de la Disposición Derogatoria Única del RD 1333/2005 obligará a examinar aquella compatibilidad en cada caso concreto.

Por último, la minuciosidad con la que el RD 1333/2005 desarrolla determinadas normas de conducta, unida a la presencia inevitable en este tipo de normas de conceptos jurídicos indeterminados, obliga a confiar en la prudencia de las autoridades supervisoras —en particular, de la CNMV— para evitar que la discrecionalidad administrativa degeneren en forma de arbitrariedad. Máxime cuando el componente acusadamente técnico y la complejidad de la materia solo permiten depositar una confianza limitada en el control jurisdiccional del ejercicio de las facultades de supervisión administrativa.

Alberto Javier Tapia Hermida

3. LA DIRECTIVA 2003/48/CE, SU INEFICACIA PRÁCTICA Y LA POSIBLE VULNERACIÓN DEL SECRETO BANCARIO

1. Introducción

A varios meses de la entrada en vigor de la Directiva 2003/48/CE, su ineficacia hace preguntarse sobre las posibles causas de ésta y sobre la posible vulneración indirecta del espíritu del secreto bancario por parte de algunos países suscriptores de acuerdos con la Unión Europea.

La Directiva Europea sobre la Fiscalidad del Ahorro preveía que, desde el 1 de julio de 2005, los bancos de ciertos países —Suiza, San Marino, Liechtenstein, ...— retuviesen un impuesto del 15% sobre los intereses abonados a sus clientes domiciliados en un Estado miembro de la Unión Europea. La retención iría aumentando progresivamente, pasando por el 20% en 2008 hasta situarse en un 35% desde el 1 de julio de 2011. De esta retención total, el 75% iría al país de origen, mientras que un 25% quedará en posesión del país pagador.

La Directiva pretendía que los Estados miembros de la Unión Europea pudiesen retener impuestos sobre los rendimientos del ahorro de sus contribuyentes, independientemente del lugar donde se produjesen y del domicilio del emisor del valor. Así se garantizaría un “*nivel mínimo de imposición efectiva de las rentas del ahorro en el seno de la Comunidad*”. De hecho, lo que se pretendía era impedir que pudieran escapar a la fiscalidad los intereses del ahorro percibidos por un contribuyente europeo en un país europeo distinto a su país de residencia.

Desde el principio, se establecía un sistema de coexistencia entre un intercambio automático de información entre las administraciones fiscales, y la introducción de una retención fiscal en origen (a un tipo progresivo del 15% al 35%, como se ha mencionado anteriormente) sobre los rendimientos del ahorro. Con el fin de prevenir un riesgo de evitación de esa reglamentación por parte de centros financieros situados fuera de la UE, ésta quiso asegurarse la colaboración de determinados Estados terceros. De este modo, y a través de acuerdos de cooperación con ellos, quedaron afectados por la Directiva 2003/48/CE, además de todos los países miembros de la UE, los territorios dependientes y asociados de dichos países miembros (Jersey, Guernsey, la Isla de Man, Anguilla, Montserrat, las Islas Vírgenes Británicas, Turks y Caicos, las Caimán, las Antillas Holandesas y Aruba) y los Estados terceros designados por la UE, es decir Suiza, Liechtenstein, Mónaco, Andorra, San Marino y los Estados Unidos.

El conjunto de los Estados terceros o asociados, así como tres Estados miembros de la UE —Luxemburgo, Bélgica y Austria— optaron por el sistema

de retención en origen. Dado que el intercambio de información parecía irreconciliable con el secreto bancario, algunos Estados, como Suiza, llegaron a una solución negociada con la UE que contemplaba la introducción de una retención fiscal sobre los rendimientos generados por el ahorro de las personas físicas domiciliadas en la UE (lo que constituiría la regla general) o el intercambio voluntario de información (a elección del cliente) autorizando al banco o al agente pagador helvético a que informase a las autoridades fiscales de su país respecto al importe de los intereses percibidos en Suiza.

Pocos meses después de la entrada en vigor de la Directiva, las cuentas que han decidido optar por la comunicación del nombre del titular al país de origen son prácticamente nulas, por lo que el objetivo principal de aquella se ha diluido en un simple objetivo recaudatorio.

A continuación se analizará el caso suizo por ser aquél en el que mayor tradición tiene el secreto bancario, clave de este asunto.

2. El secreto bancario

En principio, y acudiendo a la interpretación más restrictiva del secreto bancario, el tratado firmado por Suiza y otros Estados con la UE no lo cuestiona. Contrariamente al intercambio automático de información que intentaba imponer la UE, la retención fiscal no alcanza a la esfera financiera privada de los clientes de los bancos suizos. En cuanto al intercambio optativo de información, también mantiene el secreto profesional del banquero, ya que solamente puede llevarse a cabo sobre la base de una declaración voluntaria del cliente.

Sin embargo, desde el momento que a este cliente se le imponen unilateralmente unas condiciones que suponen una modificación sustancial de aquéllas que firmó en origen —en caso lógicamente de que no quiera revelar su identidad a las autoridades—, condiciones que además no vienen impuestas ni legal ni reglamentariamente, sino por un acuerdo entre países que no debería afectar a la esfera privada del cliente, se puede entender que se está produciendo un fraude o al menos una pérdida de la confianza depositada en un principio en el banco suizo, que al fin y al cabo era la base de la relación contractual.

Es en este punto donde hay que estudiar el origen del secreto bancario suizo —en el cual se basa el de muchos otros países— para comprender la incongruencia de unos acuerdos que supuestamente lo protegen pero que, en la práctica, vulneran por completo su espíritu.

El secreto bancario suizo ha protegido los fondos depositados en este país durante más de 300 años. Los banqueros de Ginebra eran los banqueros del rey de Francia en una época tan lejana como 1713, fecha de la que data el primer documento conocido sobre el secreto bancario. Luis XVI tenía un banquero suizo, Jacques Necker, como Director General de las finanzas francesas.

Hasta 1934, el secreto bancario había sido protegido por varias disposiciones en el Código Civil suizo y en la legislación laboral. Fue en esta fecha cuando se incluyó la protección del secreto bancario en la Ley Federal de la Banca suiza, pasando claramente esta protección a la esfera penal, y disponiendo penas de reclusión para quien la infringiera, además de continuar recogiendo las correspondientes indemnizaciones por daños. Las causas de este reforzamiento de la protección del secreto bancario fueron básicamente dos:

- la Ley alemana que, en 1931, permitía castigar con la muerte a los alemanes que evadiesen capitales al extranjero, y las subsiguientes investigaciones de la Gestapo en la banca suiza;
- las presiones provenientes de Francia desde 1932, al descubrirse la existencia de cuentas numeradas de más de dos mil franceses relacionados con la derecha, lo cual fue hábilmente utilizado por los izquierdistas para denunciar los programas de austeridad que la derecha proponía.

En 1984, el Gobierno suizo decidió llamar a consulta popular a los ciudadanos para decidir sobre el mantenimiento del secreto bancario, votando la inmensa mayoría (73%) a favor de dicho mantenimiento, lo cual dejaba bien a las claras que la economía suiza dependía en buena parte del éxito de su sistema bancario, y que éste constituía el pilar principal sobre el que se asentaba el país.

En la actualidad, el secreto bancario suizo incluye todas las relaciones entre el cliente y el banco, incluso cuando la relación final de la apertura de cuenta no se llegue a formalizar. Este hecho es clave, pues da una idea de su extensión y de que la base del secreto bancario no debe buscarse en una reciprocidad o justo pago ante el beneficio económico que el banco pueda obtener, sino en la confianza que el cliente —incluso el cliente potencial— obtiene en el trato con el banco. Es, por tanto, una base contractual o extracontractual de confianza —según se llegue a formalizar o no el acuerdo—, y no una base económica. Es, además, una base que se fundamenta en la protección de los intereses del cliente a toda costa, en tanto esta protección no implique el encubrimiento de actividades delictivas. En este sentido, se podría hacer extensiva a la legislación suiza la posición de GARRIGUES en el Derecho español cuando señala que *el fundamento del deber de secreto que tienen los bancos hay que buscarlo una vez más en normas usuales de general vigencia, y el fundamento, a su vez, de este uso bancario hay que buscarlo en la naturaleza antes apuntada del contrato bancario como una relación de confianza*. Y parece claro que dentro de esa relación de confianza lo primero que debe protegerse, el primer interés del cliente, o cuando menos uno de los principales, será su patrimonio.

Además, el hecho de que la legislación suiza recoja el derecho del afectado a obtener un resarcimiento económico si el levantamiento del secreto bancario

le ocasiona un perjuicio no es sino otra prueba inequívoca de que se valora enormemente el hecho patrimonial como medio de resarcimiento, y que por lo tanto el patrimonio no debe ser menoscabado bajo ningún concepto, ni siquiera con la excusa de mantener el secreto bancario, lo cual se convertiría en una clara incongruencia. Menoscabo del patrimonio que es, en definitiva, lo que se produce con los acuerdos entre UE y Estados asociados tras la aparición de la Directiva 2003/48/CE.

La violación del secreto bancario —secreto que debe mantenerse hasta la muerte de las personas que lo custodian— puede conllevar penas de reclusión para el infractor según la legislación penal suiza, lo que da una idea de su importancia.

Las únicas excepciones al secreto bancario están estrictamente reguladas por la ley, y son las relacionadas con asuntos delictivos como el tráfico de drogas o el contrabando de armas —la mayoría de los casos en los que se levanta el secreto bancario se incluyen en esta categoría— y asuntos privados como la herencia y el divorcio —mucho más escasos en lo referente al levantamiento del secreto bancario—.

El secreto bancario suizo no se levanta, por ejemplo, por la evasión de impuestos (no se debe confundir con el fraude fiscal, que incluye prácticas como la documentación falsificada, y que en este caso sí que está castigada por la Ley Penal suiza; en estos casos, el Juez competente puede levantar el secreto bancario y desarrollar la cooperación judicial), aunque sea a petición de un Gobierno extranjero pues, entre otros factores que influyen en esta decisión, el hecho de no declarar o infravalorar los ingresos o activos en la declaración de la renta no se considera delito en Suiza. Por ello, Suiza no cumple con ninguna petición de gobiernos extranjeros de cooperación judicial encaminada a levantar el secreto bancario. Y resulta también de especial trascendencia el hecho de que el Código Penal suizo, en su artículo 271, castigue con la pena de reclusión a *“cualquier persona que, sin autorización, lleve a cabo en territorio suizo para un Estado extranjero actuaciones en beneficio de autoridades públicas”* encaminadas a obtener información sobre las cuentas secretas.

Es precisamente por este precepto por lo que no se entiende bien la razón de unos acuerdos del Gobierno suizo con la UE que, por un lado, intentan dar la imagen de preservación del secreto bancario y que, por otro, lo vulneran por cuanto que, si bien no facilitan la información requerida, sí que cooperan con las autoridades extranjeras gravando de una forma inexcusable el patrimonio de sus clientes, ofreciéndoles tan sólo la opción de perder su anonimato o perder una parte muy sustancial de sus intereses. Al final, el trasfondo económico del acuerdo —de la retención se benefician tanto el Gobierno suizo como el del país miembro de la UE— hace inútil el objetivo primario de la Directiva —que

era el acabar con la opacidad de las cuentas—, como se ha demostrado tan sólo unos meses después de la total entrada en vigor de aquélla.

La razón real del secreto bancario suizo, por tanto, radica en el concepto liberal del Estado y la gran importancia que en este país se concede al respeto del ámbito privado. Esa ha sido durante siglos la base del éxito de la banca suiza, pues el país se mostraba ante las grandes fortunas como el máximo exponente en el respeto de la vida privada y de la protección del capital. Y el hecho de gravar los patrimonios de los clientes cuadra mal con esa protección del capital.

3. Las soluciones propuestas por la Banca suiza

La solución al problema planteado a los denominados paraísos fiscales por la Directiva no es fácil, puesto que la opción más sencilla y obvia, la mera resolución del contrato de cuenta corriente o similar del cliente sin indemnización alguna, no puede ser catalogada como tal. Por lo cual, las autoridades suizas deberían haber tenido en cuenta esa confianza depositada por los clientes en su sistema bancario —que, por otro lado, es la primera fuente de ingresos del país— y haber llegado a una solución distinta con la UE, como podría haber sido la de que el acuerdo sólo afectase a las nuevas relaciones contractuales o quizá incluso a las antiguas siempre que en éstas se produjese un cambio en el producto financiero contratado.

La clave, pues, radica en entender el secreto bancario como la mera prohibición de identificar al cliente, o bien como un servicio más complejo, que implica la protección global del patrimonio del cliente frente a posibles pérdidas derivadas de una legislación encaminada a vulnerar dicho secreto bancario. En otras palabras, al cliente se le da la opción de renunciar al secreto bancario o de pagar para mantenerlo (recordemos que su tributación aumenta), lo cual no parece de recibo en un sistema como el suizo —y el de otros países que han seguido la misma línea— que pretende basar su éxito en ese secreto bancario.

Lo más grave del caso es que los bancos de los países firmantes de estos acuerdos con la UE, como es el caso de los suizos, ofrecen a sus clientes una serie de soluciones “a la medida”, obviamente con conocimiento y autorización de las autoridades locales, para evitar la tributación. Esta “doble moral” es la que lleva, por un lado, a firmar unos acuerdos que tienen como objetivo evitar las fugas de capitales y la no tributación y, por otro, a intentar por todos los medios conseguir que esos capitales sigan sin tributar.

Así, los clientes con más dinero podrán optar por consultar a los servicios de ingeniería patrimonial para contratar soluciones muy diversas como las distintas estructuras de personalidad jurídica, pólizas de seguro de vida, deslocalización de activos, o a los servicios de gestión de inversiones que realizarán

mandatos *ad hoc* o invertirán en productos exentos, para evitar la tributación al tiempo que mantienen secreta su identidad.

Entre las soluciones propuestas, aprovechando las lagunas de la Directiva, podrían encontrarse las siguientes:

- invertir a través de sociedades, trusts y fundaciones familiares (a reserva de disposiciones futuras) o de pólizas de seguros, todos los cuales no se ven afectados por la Directiva ni por los acuerdos entre la UE y Estados asociados;
- invertir en bienes que no generen intereses (como pueden ser todos aquéllos que generen dividendos o plusvalías a reserva de las reglas aplicables a los fondos de inversión);
- colocar los activos en fondos de inversión (según los límites definidos por la Directiva), en ciertas obligaciones (*grandfathered*) o bajo la forma de productos alternativos y productos estructurados (a reserva de disposiciones futuras);
- invertir en fondos supuestamente de riesgo (con un alto porcentaje de su inversión en renta variable) que realmente no lo son, pues invierten en derivados de renta fija, cubriendo cualquier posible riesgo a través de los instrumentos adecuados;
- traspasar las inversiones —de forma total o ficticia— a las Bahamas, cuyas entidades quedan igualmente fuera del ámbito de la Directiva.

El efecto de la Directiva, por tanto, queda muy limitado, siendo tan sólo un poco más difícil la evasión de impuestos. Mucho de lo escrito hasta este momento en la prensa y revistas económicas y jurídicas especializadas propone como solución la supresión del secreto bancario, solución inaceptable por la terrible repercusión negativa que podría tener en las economías nacionales.

Sin embargo, nadie se ha planteado el único efecto real de la Directiva hasta el momento. Este efecto no es otro sino el hecho de que el secreto bancario queda vulnerado desde el momento en que al cliente se le obliga a contratar una serie de soluciones —que en la mayoría de los casos le suponen unas comisiones de intermediación o de creación de las estructuras necesarias— para mantenerlo.

4. Soluciones reales al problema de fondo: la opacidad de las cuentas en el extranjero

Una vez expuesto por un lado el problema de la vulneración del secreto bancario, o en cualquier caso, y aceptando la posible discrepancia sobre este

extremo, la vulneración de la confianza banco-cliente, y por otro lado la ineficacia de la Directiva 2003/48/CE para fomentar el fin de dicho secreto bancario y la opacidad de los capitales en el extranjero, las autoridades españolas deberían tratar de buscar una solución real al problema de fondo.

Desde mi punto de vista, la mejor solución sería cualquiera que intentase repatriar los capitales en el extranjero de forma que no se penalizase esa vuelta, pues de ser penalizada no se conseguiría el efecto deseado. La posible solución que conjugara el mantenimiento del secreto bancario en toda su integridad con el intento de repatriación de los capitales anteriormente evadidos por uno u otro motivo sería el establecimiento de una amnistía fiscal. Algunos países como Francia, Alemania e Italia ya lo han puesto en práctica, con retenciones bastante propicias para la repatriación de entre el 1% y el 7%. En España, sin embargo, la última amnistía fiscal llevada a cabo bajo el Gobierno socialista y con José Borrell como responsable de Hacienda tuvo un coste político elevado. Este hecho, unido a la relativamente buena situación por la que pasan las arcas españolas, hace poco previsible que se tome esta decisión en un futuro próximo.

Otra fórmula sería aprovechar de alguna manera el mecanismo de retención fiscal que ya se está aplicando tras la entrada en vigor de la Directiva para regularizar la situación tributaria en España. Situación ésta que, por otro lado, no parece que se aleje mucho de la real, al haber sido tácitamente admitida por los países firmantes, pues de algún modo los clientes están ya tributando en su país de origen con los acuerdos firmados entre la UE y los Estados asociados, como es el caso de Suiza.

Antonio J. Monroy Antón

4. CONSULTA DE LA COMISIÓN EUROPEA SOBRE DERECHO DE SOCIEDADES Y GOBIERNO CORPORATIVO

En los últimos días del año 2005, la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea sometió a consulta pública un interesante documento sobre la futura labor a realizar en relación con el Derecho de sociedades y el buen gobierno corporativo. El punto de partida para la consulta es el documento titulado *Consultation on future priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union* (accesible a través de internet).

El documento considera que se ha ejecutado de manera satisfactoria la primera fase de la conocida como Agenda de Lisboa y, más concretamente, las medidas contempladas, con carácter inmediato, en el Plan de Acción para la

Modernización del Derecho de Sociedades y el Impulso del Gobierno Corporativo en la UE, aprobado en el año 2003 [COM (2003) 284 final]. Medidas que se detallan en el anexo 2 del documento que reseñamos y que, ciertamente, han supuesto un catálogo variado de iniciativas ya adoptadas (Directivas y Recomendaciones, entre otras), habiendo quedado en distintos números de esta revista abundantes referencias a las mismas.

El documento de consulta se dice que persigue dos objetivos. En primer lugar, conocer la opinión de los *stakeholders* (término de difícil traducción, pero que cabe entender que comprende a todos los titulares de intereses vinculados con la marcha de una sociedad distintos de los accionistas) en cuanto a las siguientes medidas a proponer en el marco del ya señalado Plan de Acción. El segundo objetivo consiste en revisar la actualidad que mantienen aquellas medidas contempladas en el Plan de Acción y que debían ser adoptadas a medio y largo plazo. La tercera finalidad enlaza con el objetivo de la simplificación del Derecho europeo de sociedades, que conecta especialmente con el principio —ya consolidado en la terminología de este tipo de iniciativas— de una *better regulation*.

El núcleo del documento de consulta está desarrollado a lo largo de la exposición de los principales apartados en los que se quiere trabajar, terminando cada uno de esos apartados con una pregunta. Se llega así a un cuestionario que integra catorce preguntas.

Dentro de ese cuestionario, el buen gobierno corporativo merece especial atención, y la Comisión solicita pronunciamientos sobre lo que titula como *la democracia accionarial*, y que comprende los siguientes extremos:

- (i) el principio de *una acción un voto*, una vez que algún estudio ya disponible ha puesto de manifiesto que, efectivamente, existen notables diferencias entre las sociedades cotizadas europeas, puesto que en unas se cumple el principio de proporcionalidad entre la participación en el capital social y el poder de control, mientras que en otras se producen excepciones a ese principio, si bien se advierte una tendencia favorable a limitar esas excepciones;
- (ii) los *derechos de los accionistas*, respecto de los que interesa conocer si deben ser objeto de una armonización que tienda a su mejor protección y, en particular, en relación con el nombramiento y separación de administradores y con la facultad de los accionistas de promover acciones de investigación sobre la marcha de la sociedad;
- (iii) información sobre las *políticas de voto* de los inversores; a partir del dato ya conocido según el cual son significativas las participaciones en el capital de sociedades cotizadas en poder de inversores institucionales (siendo destacado el caso británico, en el que se rebasa el

50% del capital bajo esa titularidad), lo que se plantea es requerir a éstos que informen del sentido de su derecho de voto, pasando de considerar que esa información es una buena práctica (que ya se produce en diversos mercados), a convertirla en un deber legal; y, por último,

- (iv) no escapa a estas propuestas el siempre importante tema de la *responsabilidad de los administradores*, cuyo carácter colectivo va a ser confirmado en la reforma de las Directivas contables (la Cuarta y Séptima), y cuya exigibilidad pudiera verse incrementada a través del reconocimiento de un deber especial de investigación de la conducta de los administradores, una regla en materia de *wrongful trading* y la posibilidad de su inhabilitación o *disqualification* (la influencia británica es manifiesta).

De lo hasta aquí expuesto se aprecia la importancia de las cuestiones planteadas, así como la de otras posteriores que se refieren al traslado del domicilio (Propuesta de Decimocuarta Directiva), al reconocimiento a las sociedades cotizadas de la posibilidad de optar entre una estructura monística o dual de su órgano de administración, a la atribución a los accionistas mayoritarios o minoritarios de los derechos vinculados con el problema del *squeeze out* y del *sell out* (al hilo de la revisión de la Segunda Directiva) o, finalmente, a la necesidad o conveniencia de abordar las relaciones de grupo, sobre todo pensando en la protección de los derechos de los accionistas y de los acreedores, lo que apunta, cuando menos, a la adopción de medidas referidas al ejercicio de la política de grupo y a las estructuras abusivas (las conocidas como *pirámides*).

También contempla el documento que reseñamos nuevas figuras (la sociedad privada europea y la fundación europea), junto a cuestiones de alcance general acerca de lo que cabe enunciar como una simplificación y modernización del Derecho europeo de sociedades.

En suma, estamos ante una invitación a participar en una nueva y determinante fase para el diseño del Derecho europeo aplicable a las sociedades, singularmente a aquéllas que tienen la condición de sociedades cotizadas o bursátiles. Una fase en la que las medidas de distinta naturaleza adoptadas desde el año 2003 deberían verse completadas con otras que van a sentar con un carácter sustancialmente vinculante o imperativo (principalmente a partir de las reformas de las Directivas existentes o de la aprobación de otras pendientes), para las legislaciones nacionales.

Los interesados en participar en la consulta pueden facilitar sus respuestas antes del 31 de marzo de 2006.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

5. LA DETERMINACIÓN DE LOS DERECHOS DE CRÉDITO FUTUROS SUSCEPTIBLES DE INCORPORACIÓN A FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS POR LA ORDEN EHA/3536/2005

1. El mercado de titulización de activos en nuestro país presenta, en los últimos años, dos características esenciales: la primera consiste en la importancia creciente tanto en términos cuantitativos (el saldo vivo acumulado a octubre de 2005 asciende a 143.997 millones de euros) como en términos cualitativos (algunas cajas de ahorros han titulado créditos hipotecarios en bonos accesibles a los pequeños y medianos inversores). La segunda circunstancia reside en la focalización en el ámbito bancario y, muy especialmente, en la titulización de créditos hipotecarios. La consideración conjunta de ambas circunstancias ha llevado a la conclusión de la necesidad de ampliar las posibilidades de titulización determinando los derechos de crédito futuros susceptibles de incorporarse a fondos de titulización activos.

2. Dicha determinación estaba pendiente de desarrollo reglamentario por medio de una Orden del Ministro de Economía y Hacienda desde que el apartado 1 del art. 2 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que reguló los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de dichos Fondos (ver TAPIA HERMIDA, A.J., “Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario urgente del Real Decreto 926/1998” en esta *RDBB*, n.º 77, 2000, pp. 119 y ss.) estableciera que podían incorporarse a dichos fondos tanto los “derechos de crédito que figuren en el activo del cedente” como los “derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando de forma inequívoca la cesión de la titularidad”. La peligrosidad de que una incorporación indiscriminada de estos últimos créditos futuros pudiera desembocar en un “cuento de la lechera” financiero llevó al Real Decreto citado a limitar la tipificación de éstos al derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas en los términos legalmente previstos; dejando pendientes de tipificación el resto de créditos futuros susceptibles de incorporación a los fondos de titulización de activos.

3. Tras la promulgación del Real Decreto 926/1998, el elenco de créditos futuros incorporables a Fondos de Titulización se amplió con determinados derechos de crédito a favor de los concesionarios de contratos públicos en general (art. 254 del Texto Refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, aprobado por Real Decreto Legislativo 2/2000) y con otros activos o valores que representen participaciones en derechos de cobro del titular de concesiones sobre bienes o derechos demaniales del Patrimonio del Estado derivados de la explotación económica de la concesión (art. 99.2 de la Ley 33/2003, del Patrimonio de las Administraciones Públicas).

4. A la vista del panorama descrito, la Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a Fondos de Titulización de Activos y de habilitación a la CNMV para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los Fondos de Titulización de Activos y sus sociedades gestoras (BOE n.º 274, de 16 de noviembre de 2005) tiene por objeto principal determinar los derechos de crédito futuros que pueden incorporarse a aquellos Fondos, al margen de los ya previstos legal o reglamentariamente (art. 1.º), además de la habilitación señalada (Disposición Final Primera).

5. La Orden es generosa en la determinación de los créditos futuros que pueden ser titulizados y, así, su art. 2.º enumera ocho tipos de aquellos créditos que pueden agruparse en las siguientes categorías:

- a) Créditos futuros derivados de derechos reales, como el del usufructuario o titular de otro derecho real limitado en cuanto al valor económico del usufructo o derecho real en cuestión [letra h)].
- b) Créditos futuros derivados de determinados contratos, tales como el del arrendador al cobro de las cantidades debidas en virtud del contrato de arrendamiento [letra a)], el derecho al cobro de la contraprestación en los contratos de venta o suministro de bienes o de prestación de servicios, de tracto único o sucesivo, que den lugar a flujos de pagos recurrentes o puntuales, siempre que su magnitud pueda ser conocida o estimada [letra f)] y los derechos a percibir los ingresos derivados de contratos de préstamo, crédito o financiación [letra g)].
- c) Créditos futuros derivados de propiedades especiales, bien se trate de la propiedad intelectual, así los créditos sobre los frutos o productos derivados de todos o alguno de los derechos de explotación de una obra o prestación protegida por la Ley de Propiedad Intelectual o normativa extranjera equivalente [letra b)]; o bien se trate de la propiedad industrial, como sucede con los créditos sobre los frutos o productos derivados de la explotación de signos distintivos [marcas, nombres comerciales o diseños industriales en las letras c y d)] o de patentes, modelos de utilidad o derechos análogos [letra e)].

6. El riesgo que deriva del carácter futuro de los créditos cedidos a un Fondo de Titulización recomienda completar la regulación con el establecimiento de un conjunto de condiciones de cesión de aquellos créditos al Fondo; lo que hace la Orden, en su art. 3.º, exigiendo que aquella cesión sea plena e incondicionada y que la escritura de constitución del Fondo ofrezca una explicación exhaustiva sobre la forma en que aquellos créditos futuros generarán los flujos esperados que permitirán, en última instancia, remunerar a los inversores que adquieran los bonos de titulización que emitan aquellos fondos. Estas expli-

caciones serán esenciales para que la CNMV pueda comprobar, en trámite de verificación y registro del fondo, su congruencia financiera y para que la entidad calificadora correspondiente pueda desarrollar su función con plenas garantías.

7. Con ocasión del comentario de esta Orden EHA/3536/2005 que incide en el activo de los Fondos de Titulización, interesa llamar la atención sobre la definición de los valores de titulización contenida en la letra e) del apartado 2 del art. 3 del Real Decreto 1310/2005 cuando define como tales “todos los valores que representan un interés en activos, incluido todo derecho destinado a asegurar a los tenedores de activos el servicio, el pago o la puntualidad de los importes pagaderos en virtud de aquellos; y todos los valores que estén garantizados por activos cuyos términos prevén pagos relacionados con pagos o previsiones razonables de pagos calculados por referencia a activos identificados o identificables”. Con esta definición —“manifiestamente mejorable” como las antiguas fincas rústicas— se completa la flexibilización de los Fondos de Titulización en la faceta de su pasivo.

Alberto Fernández Alén

6. APROBADA LA LEY DE ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO

Ha sido aprobada la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras (vid. BOE de 25 de noviembre de 2005). Esta Ley, según explica su Exposición de Motivos, se inserta en el conjunto de reformas adoptadas por el Gobierno con vistas al aumento de la productividad del sistema económico, singularmente tratando de que avance la productividad con creación de empleo, mediante la provisión de financiación a empresas involucradas en actividades de investigación y desarrollo. Esos objetivos deben contar con el respaldo de los mercados tal y como contemplaba el Plan de Acción para el Capital Riesgo (1998-2003) que cita la propia Exposición de Motivos. Por las razones que fueren, se reconoce en esta nueva Ley que la inversión en capital riesgo en España dista mucho de alcanzar los volúmenes de otros países desarrollados y, probablemente, a ello haya contribuido el que la legislación contuviera algunas medidas no suficientemente impulsoras de este tipo de financiación.

La nueva Ley señala que la precedente Ley 1/1999 supuso un importante avance pero no consiguió dotar a la industria de instrumentos financieros nece-

sarios que situaran el capital riesgo a un nivel competitivo equiparable al de otros países próximos. Estas razones, y también la intención de configurar el régimen del capital riesgo con una mayor claridad y seguridad jurídica, han llevado a la adopción de esta nueva Ley situando a las entidades de capital riesgo como entidades financieras sometidas a la supervisión por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y distinguiendo la Ley entre dos tipos básicos de entidades de capital riesgo: las sociedades de capital riesgo y los fondos de capital riesgo. El régimen detallado de estas dos categorías, de su actividad y de sus deberes legales se detalla a lo largo del texto de la Ley, que también contempla la figura de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

La nueva Ley señala que su precedente Ley 1/1999, ahora derogada, no llegó a ser objeto de un desarrollo reglamentario, y por ello lo que ha hecho la Ley actual es contener una previsión para ese desarrollo con una habilitación en términos amplísimos a favor del Gobierno, del Ministro de Economía y Hacienda y de la propia CNMV. La Ley entró en vigor al mes de su publicación en el BOE.

Fernando Barco

7. APROBADA LA NUEVA DIRECTIVA EUROPEA CONTRA EL BLANQUEO DE CAPITALES

El Derecho comunitario viene dando lugar a distintas medidas normativas para la prevención del blanqueo de capitales. En este sentido destaca la adopción de la Directiva 91/308/CEE de 10 de junio de 1991 de la que hemos dado amplia referencia en esta misma sección. En fecha reciente se ha publicado la nueva Directiva 2005/60/CE, de 26 de octubre de 2005 (vid. DOUE L 309, de 25 de noviembre de 2005, p. 15 y ss.), que viene a derogar la anterior Directiva 91/308/CEE (art. 44). La nueva Directiva profundiza en la discusión y elaboración de todo tipo de instrumentos legislativos nacionales e internacionales con vistas a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, objetivos que evidentemente cobran especial importancia en atención a las nuevas formas de criminalidad en las que el blanqueo de capitales resulta un aspecto esencial de tal actividad delictiva. La nueva Directiva es una regulación amplia y detallada y se dirige a muy distintos sujetos, en los que obviamente figuran las entidades de crédito y

financieras, pero también distintas profesiones como son los auditores, notarios, agentes de propiedad inmobiliaria, asesores fiscales y otros.

Para las entidades de crédito y entidades financieras resulta especialmente importante el Capítulo II de la nueva Directiva, que se ocupa de establecer las reglas conforme a las que se debe actuar de manera diligente con respecto a los clientes. Este Capítulo está orientado a asegurar una conveniente identificación de la clientela de esas entidades, así como de la naturaleza de los negocios que propone. Identificación que tiene por finalidad dar pie a lo que la Directiva enuncia en su Capítulo III, que son las obligaciones de información para las que la propia Directiva establece unos cauces eficaces a través de unidades de inteligencia financiera (—UIF—, v. Considerando 29 de la Directiva). Obviamente el tratamiento de esa información está sometido a cautelas en cuanto a su confidencialidad, y de ahí que el art. 28 de la Directiva que reseñamos establezca directamente una prohibición de revelación de la información obtenida en el marco de lo que es la aplicación de esta Directiva, que deberán respetar todas las entidades y personas sujetas a ella.

La Directiva se completa con previsiones referidas a la conservación de información y de datos, a las medidas de ejecución y aplicación, en las que aparece un Comité sobre prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo que deberá cumplir funciones de asistencia a la Comisión en este punto.

El art. 45 de la Directiva que comentamos establece que su cumplimiento, mediante disposiciones de distinto rango, deberá haberse producido antes del 15 de diciembre del año 2007.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

8. LOS TIPOS Y MODELOS DE FOLLETOS DE OFERTA PÚBLICA Y DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE VALORES: LA ORDEN EHA/3537/2005

1. El sistema de 2005 de transparencia en la emisión y admisión a negociación de valores

El sistema originario de transparencia de las emisiones de valores y de las admisiones de aquéllos a negociación en los mercados secundarios oficiales que estableció, en su redacción original de 1988, la Ley del Mercado de Valores

se basaba en la exigencia de que los emisores aportaran, a la CNMV, en el momento de la emisión, cuatro tipos de documentos previstos en el art. 26 de aquella Ley (comunicación previa, documentos acreditativos, auditorías de cuentas y folleto informativo) que debían reproducirse ante la misma CNMV, con las adaptaciones procedentes, en el momento de la verificación previa a la admisión a la negociación en los mercados secundarios (art. 32 LMV). Estos requisitos documentales se desarrollaron, en cuanto a las emisiones y ofertas públicas de venta de valores, mediante el RD 291/1992; y, en cuanto a las admisiones a negociación, a través de la remisión al Reglamento de Bolsas de 1967, mantenido parcialmente en vigor a estos efectos en la Disposición Adicional 5.ª del RD 726/1989 y en la Disposición Adicional 1.ª del RD 291/1992 (ver sobre este sistema TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona 2003, pp. 225 y ss. y pp. 273 y ss., respectivamente).

La entrada en vigor de la Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre admisión de valores negociables a negociación (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 83, 2001, pp. 267 y ss.), parcialmente modificada por la Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 93, 2004, pp. 306 y ss.) impulsó la modificación del sistema originario de nuestra LMV.

La adaptación de la LMV a la Directiva 2003/71/CE, de Folletos, se realizó mediante el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 98, 2005, pp. 275 y ss.), que reformó el título III de aquella LMV para establecer los requisitos necesarios para realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores (art. 30 bis) y para solicitar, posteriormente, que determinados valores sean admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (arts. 26 a 30).

2. La Orden EHA/3537/2005

En el nuevo sistema de 2005 de transparencia de las ofertas públicas de venta o suscripción de valores y de su admisión a negociación ocupa un lugar central el folleto informativo que el emisor debe elaborar y publicar, previa su aportación y registro ante la CNMV. En particular, el apartado 4 del art. 27 de la LMV establece un conjunto de habilitaciones a favor del Ministro de Economía y Hacienda y de la CNMV para regular el contenido de los distintos tipos de folletos, las excepciones a la obligación de incluir determinada información en ellos, los documentos que deben acompañarlos y la posible incorporación de información por referencia.

Dicha habilitación legal se ha desarrollado mediante la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE n.º 274, de 16

de noviembre de 2005) que deroga la Orden de 12 de julio de 1993 y la Circular 2/1999, de la CNMV (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 74, 1999, pp. 256 y ss.). El objeto de esta Orden —que entró en vigor el 17 de noviembre de 2005 (Disposición Final Segunda)— consiste en el desarrollo del citado art. 27.4 de la LMV (art. 1.º) y, a través de ella, se incorpora parcialmente al Derecho español la Directiva 2003/71/CE (Disposición Final Primera).

3. Contenido de los distintos tipos y modelos de folletos

Para conocer el contenido de los distintos tipos y modelos de folletos hay que distinguir dos situaciones:

- a) Si se trata de valores incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/71/CE (art. 1.1), aquel contenido deberá ajustarse a los modelos incluidos en el Reglamento (CE) n.º 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004. Este Reglamento establece, en primer lugar, la información mínima que debe incluirse en un folleto (capítulo II, arts. 3 a 24) mediante un sistema ciertamente complejo de esquemas y módulos que atienden a los distintos tipos de emisores y de valores de que se trate y que se reflejan en los Anexos I al XVII. Así, se establecen los esquemas del documento de registro y nota sobre acciones (arts. 4 y 6), del documento de registro y nota de obligaciones y valores derivados de una denominación por unidad inferior a 50.000 euros (arts. 7 y 8), del documento de registro de valores garantizados por activos (art. 10), del documento de registro de acciones de los bancos (art. 14), del documento de registro de las empresas de inversión colectiva de tipo cerrado (art. 18), del documento de registro para Estados miembros, terceros países y sus autoridades regionales y locales (art. 19), etc., etc. En segundo lugar, el Reglamento establece el formato del folleto, del folleto base y de los suplementos (capítulo III); en tercer lugar, establece la información e incorporación por referencia (capítulo IV) y, por último, se ocupa de la publicación y difusión de anuncios (capítulo V).
- b) Si se trata de valores excluidos del ámbito de aplicación de la Directiva 2003/71/CE (art. 1.2), los folletos exigibles conforme al RD 1310/2005 deberán contener una descripción de los derechos inherentes y ajustarse a los modelos que establezca la CNMV. En estos casos se podrán omitir las informaciones sobre los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas y las perspectivas señaladas en el art. 16 del RD 1310/2005 cuando lo autorice la CNMV según lo previsto en el art. 4.º de esta Orden EHA/3537/2005. Téngase en cuenta que, para este segundo tipo de valores y en tanto la

CNMV no elabore los modelos de folletos de las ofertas públicas de venta o suscripción y las admisiones a negociación de valores excluidos del ámbito de aplicación de la Directiva 2003/71/CE, se aplicarán los esquemas y modelos incluidos en el Reglamento 809/2004, con las adaptaciones pertinentes (Disposición Transitoria Segunda).

En este punto, procede recordar que, si bien es cierto que la CNMV, en el trámite de aprobación del folleto previsto en el art. 24 del RD 1310/2005, no podrá exigir al emisor que incluya apartados adicionales a los contenidos en los modelos aplicables, sí podrá exigir que el responsable del folleto complete la información en la medida necesaria para cumplir lo requerido en cualquier apartado del modelo correspondiente.

4. Los documentos acreditativos que debe aportar el emisor

La entidad que solicite la admisión de sus valores a negociación en un mercado secundario oficial español deberá aportar y registrar, ante la CNMV, además del folleto informativo y de sus estados financieros auditados, los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les resulte aplicable. Esta exigencia, establecida en el art. 26.1.a) de la LMV, se reitera en el art. 3.º de la Orden EHA/3537/2005, que añade una habilitación a favor de la CNMV para especificar qué documentos acreditativos deberán aportarse en función de la naturaleza del emisor y de los valores emitidos.

5. Omisión de información en el folleto informativo

El primer párrafo del apartado 4 del art. 27 de la LMV remite a la regulación por Orden Ministerial, entre otros aspectos, de “las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la CNMV autorizar tal omisión”. El art. 4.º de la Orden EHA/3537/2005 desarrolla tal habilitación determinando las circunstancias generales que permitan tal autorización de la omisión de información del folleto en general (contrariedad al interés público, grave perjuicio para el emisor, escasa relevancia de la información omitida) y las condiciones particulares que permitan no incluir en el folleto el precio final de la oferta y el número de valores de ésta (que figuren en el folleto los criterios o condiciones de determinación o que las aceptaciones de compra o suscripción puedan retirarse en determinado plazo). En caso de omisión de determinada información en el folleto por ser inadecuada en relación con la actividad o naturaleza jurídica del emisor o con los valores, el folleto deberá incluir la información existente que sea equivalente a la omitida.

6. Incorporación por referencia

El segundo párrafo del apartado 4 del art. 27 de la LMV habilita al Ministro de Economía y Hacienda y a la CNMV para determinar, entre otros extremos, “los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia”. En desarrollo de tal habilitación, el art. 5.º de la Orden EHA/3537/2005 establece que el folleto podrá contener información por referencia a uno o más documentos, siempre que hayan sido aprobados o depositados ante la CNMV o ante la autoridad competente del respectivo Estado miembro de origen de manera previa o simultánea al folleto. En particular, se hace referencia a los documentos que obren en poder de la CNMV en virtud del deber de remisión de información anual establecido en el art. 15 del RD 1310/2005.

En particular, se permite que los folletos informativos aprobados después del 17 de noviembre de 2005 incorporen por referencia información contenida en folletos aprobados antes de dicha fecha por la CNMV, de conformidad con la Directiva 2001/34/CE (Disposición Transitoria Primera).

Alberto Fernández Alén

9. PUBLICIDAD DE RESOLUCIONES CONCURSALES A TRAVÉS DE INTERNET

En esta sección informamos sobre la publicación del Real Decreto 685/2005 sobre publicidad de resoluciones concursales [vid. nota de DOMINGUEZ, A., en *RDBB*, 99 (2005), pp. 253-254]. En su desarrollo, el Ministerio de Justicia ha publicado la Orden JUS/3473/2005, de 8 de noviembre, sobre difusión y publicidad de las resoluciones concursales a través de Internet (BOE de 9 de noviembre de 2005), que se ocupa principalmente de determinar la estructura y el contenido del portal de Internet a través del que se producirá la publicidad de resoluciones concursales, cuya entrada en funcionamiento tuvo lugar el pasado 1 de diciembre de 2005. El portal se ha estructurado en distintas secciones, siendo de destacar las que contemplan los “*deudores concursados*”, los “*administradores, liquidadores y apoderados inhabilitados*” y los “*administradores concursales*”. El acceso al portal será permanente, público y gratuito, sin necesidad de justificar interés legítimo alguno, con excepción de aquellos datos informativos reservados a los órganos jurisdiccionales.

Fernando Barco

10. MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE LA TRANSPARENCIA DE LAS RELACIONES ENTRE ESTADOS MIEMBROS Y EMPRESAS PÚBLICAS

Desde 1980, cuando fue adoptada la Directiva 80/723/CEE, el Derecho europeo ha prestado especial atención a la transparencia de las relaciones existentes entre los Estados miembros y determinadas empresas públicas. Atención que, como es obvio, guarda relación con algunos de los pilares del modelo económico europeo, singularmente con la vigencia del principio de libre competencia. Ha sido tradicional que la evolución de las circunstancias que presentan los distintos mercados incorporados a la Unión Europea, y también la jurisprudencia dictada por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, haya conllevado algunas modificaciones en aquella Directiva.

La última de esas modificaciones es la que ha dado lugar a la Directiva 2005/81/CE, de 28 de noviembre de 2005 (v. DOUE L 312, de 29 de noviembre de 2005, p. 47 y ss.). El origen de esta última modificación radica en la Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el Asunto C-280/00, Altmark Trans GmbH y Regierungspräsidium Magdeburg/Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH. De tal manera que lo que viene a hacerse por medio de esta Directiva es la modificación de la definición que el art. 2, apartado 1.d) de la Directiva 80/723/CEE hace de aquellas empresas que están obligadas a llevar cuentas separadas. Tal obligación será exigible a toda empresa que reciba cualquier tipo de compensación por servicio público pero que además desarrolle otras actividades. Esta contabilidad separada se considera que es la única forma de poder identificar los costes imputables, de un lado, al servicio público o de interés económico general y, de otro, a las demás actividades. Esa forma de llevar la contabilidad es la que permitirá obviamente calcular el importe correcto de la compensación que tiene su origen en la prestación de ese servicio público.

Jaime Baillo Morales-Arce

11. INFORME DE LA CNMV SOBRE LA PRÁCTICA DEL BUEN GOBIERNO POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS

Reanudando una tradición que había puesto en práctica desde los primeros años de vigencia de las Recomendaciones en materia de buen gobierno corporativo, en diciembre de 2005 la CNMV hizo público un documento titulado “In-

forme de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales” (que puede obtenerse a través de la página web www.cnmv.es) y que constituye un muy útil elemento para el conocimiento de la realidad que en el ámbito de su correcta administración ofrecen las entidades emisoras en los mercados españoles.

El documento va a suponer una referencia necesaria a la hora de evaluar no sólo la que hasta ahora ha sido la práctica de esas entidades y su mayor o menor seguimiento de las distintas Recomendaciones establecidas en función de los sucesivos Informes y Códigos (Olivencia y Aldama), sino que también se proyecta hacia el futuro de las reformas ya anunciadas. En la presentación del Informe, el Presidente de la CNMV recuerda que se encuentra en curso la refundición y actualización de aquellas recomendaciones a través de la aprobación del anunciado Código Unificado, a cuya elaboración ya se ha hecho referencia dentro de esta sección [vid. nuestra nota, en *RDBB*, 100 (2005), p. 241].

El Informe se estructura en su parte principal en distintos capítulos, a lo largo de los que se abordan los principales aspectos del gobierno corporativo diferenciando entre sociedades cotizadas, cajas de ahorro y otras entidades emisoras de valores distintos de acciones.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

12. EL NUEVO REGLAMENTO DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE 2005

1. Antecedentes y contexto

En el BOE n.º 267 del pasado martes 8 de noviembre de 2005 se publicó el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, “por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva”. Se trata de un texto reglamentario largamente esperado por el sector de la inversión colectiva en nuestro país con la esperanza de que el principio de flexibilización en el marco de actuación de aquellas instituciones —proclamado en la Ley 35/2003— pudiera tener un reflejo en la práctica con la introducción de nuevas figuras, como los denominados “hedge funds” o los fondos cotizados (ver nuestro estudio sobre “La Ley 35/2003, de Instituciones de In-

versión Colectiva. Una aproximación general a su contenido” en esta *RDBB*, n.º 93, 2004, pp. 175 y ss.).

Al hilo de lo anterior, conviene recordar, siquiera telegráficamente, las características esenciales de los dos últimos sistemas de regulación de las IIC en nuestro Ordenamiento:

- a) El sistema de 1984, establecido a partir de la Ley 46/1984, se caracterizaba por establecer cuatro tipos de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero (dos principales, que eran las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo, SIM, y los fondos de inversión mobiliaria, FIM, y dos derivadas, que eran las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, SIMCAV, y los fondos de inversión en activos del mercado monetario, FIAMM), por prever un marco rígido de inversión y gestión de dichas IIC y por disponer un conjunto insuficiente de mecanismos de protección de los inversores en aquellas IIC. Si bien es cierto que las rigideces iniciales del sistema fueron paliándose con numerosas reformas legales y reglamentarias (ver al respecto nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 119 y ss.), la elasticidad de aquellas normas llegó a su límite y se hizo necesario establecer un nuevo sistema.
- b) El sistema de 2003, que parte de la ya citada Ley 35/2003, simplifica los tipos de IIC (dejándolos reducidos a dos básicos: sociedades y fondos de inversión), flexibiliza el marco de actuación de aquellas, refuerza la protección de los inversores y mejora el régimen de intervención administrativa, a la vista de la experiencia acumulada en la aplicación del anterior sistema. Con el Reglamento (en adelante, RIIC) del que damos noticia se establece el segundo hito esencial en el desarrollo del sistema de 2003 que, en determinados aspectos, será suficiente para su implantación en la práctica mientras que, en otros, quedará pendiente de desarrollos reglamentarios sucesivos mediante Órdenes del Ministro de Economía y Hacienda o Circulares de la CNMV. En este último sentido cabe destacar dos Disposiciones: en primer lugar, la Disposición Final Única del RIIC que contiene la habilitación para su desarrollo normativo a favor del Ministro y de la CNMV; y, en segundo lugar, la Disposición Transitoria Única del Real Decreto 1309/2005, que mantiene expresamente la vigencia de las normas reglamentarias dictadas en desarrollo del anterior Reglamento de 1990, en tanto no se opongan a la Ley 35/2003 y a este nuevo RIIC de 2005.

2. Contenido del Real Decreto 1309/2005

Según reza su propio título, el Real Decreto 1309/2005 no sólo contiene el RIIC, sino que también adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva contenido en varios Reglamentos de normas tributarias. En tal sentido, las reformas tributarias inciden en la posición de los dos tipos de sujetos implicados: primero, en la posición de las propias IIC mediante la modificación del Reglamento del Impuesto de Sociedades (RD 1777/2004) por la Disposición Final Segunda, y del Reglamento del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (RD 828/1995) por la Disposición Final Cuarta. Segundo, en la tributación de los accionistas o partícipes de las IIC mediante la modificación del Reglamento del IRPF (RD 1775/2004) por la Disposición Final Primera, y del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (RD 1776/2004) por la Disposición Final Tercera.

A lo anterior cabe añadir que el Real Decreto 1309/2005 afecta también al estatuto de las empresas de servicios de inversión en cuanto al régimen de modificaciones estatutarias (la Disposición Final Quinta modifica el art. 20.2 del RD 867/2001) y el de las cooperativas de crédito en cuanto a los requisitos y límites de las aportaciones al capital social (la Disposición Final Sexta modifica el art. 10 del RD 84/1993).

3. Concepto y tipología de las Instituciones de Inversión Colectiva

El RIIC de 2005 reproduce el concepto legal de IIC y añade que estarán sujetas a la LIIC de 2003 y al propio RIIC de 2005 “las personas o entidades que, con los requisitos de publicidad y determinación de resultados previstos en el párrafo anterior, capten recursos para su gestión mediante el contrato de cuentas en participación y cualquier forma de comunidad de bienes y derechos” (art. 1.2, párrafo 2.º).

Conviene tener en cuenta que el RD 1310/2005, sobre admisión y ofertas públicas de venta, define —en las letras e) y f) de su art. 4— los conceptos de “institución de inversión colectiva de tipo abierto” e “institución de inversión colectiva de tipo cerrado”, excluyendo a las primeras del régimen genérico de admisión a negociación y folletos previsto en dicho RD 1310/2005, por aplicación del régimen especial del RIIC.

El RIIC de 2005 reproduce también la tipología legal de IIC que distingue, según su forma jurídica, las sociedades y los fondos de inversión (art. 1.3) y, según el objeto de su inversión, las IIC de carácter financiero y las de carácter no financiero (art. 1.4).

En concreto, el título I se ocupa de las dos formas jurídicas que pueden adoptar las IIC y establece novedades significativas en cada caso. Así:

- a) En el caso de los fondos de inversión, se desarrolla la novedad legal que permite la creación de éstos por compartimentos, especificando la distribución de costes, obligaciones y gastos entre dichos compartimentos (art. 2.2). Se determina el número mínimo de partícipes por fondo (100) y por compartimento (20), y se exceptúa de tal requisito a los fondos cuyos partícipes sean exclusivamente otras IICs cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión, reguladas en el art. 45, y a los fondos de inversión libre, regulados en el art. 43 (art. 3.3). Por último, se establecen los límites máximos porcentuales de las comisiones de gestión y de depósito en los distintos tipos de fondos de inversión, bien sean financieros o inmobiliarios, aspecto éste del máximo interés para la protección real de los partícipes (art. 5).
- b) En el caso de las sociedades de inversión, se establece también el número mínimo de accionistas por sociedad (100) y por compartimento (20), con excepción de las sociedades de inversión libre reguladas en el art. 43 (art. 6). Otra novedad reglamentaria es el desarrollo del sistema de administración, con la expresa previsión de la posibilidad de delegar la gestión de los activos en una o varias Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIICs) o en una entidad habilitada para desarrollar el servicio de gestión de carteras de inversión tipificado en el art. 63.1.d) de la LMV (art. 7).

En relación con lo anterior, procede recordar que la letra i) del apartado 2 del art. 3 del RD 1310/2005 dice que son valores negociables “las acciones y participaciones emitidas por instituciones de inversión colectiva”.

4. Disposiciones comunes a todas las Instituciones de Inversión Colectiva

Estas disposiciones afectan, en primer lugar, a las condiciones de acceso y ejercicio de su actividad por las IICs (capítulo I del título I, arts. 8 a 18). En este ámbito, las novedades más destacables se refieren a los siguientes aspectos:

- La creación de un procedimiento simplificado de autorización e inscripción en el Registro de la CNMV —en el plazo de tres meses— de los fondos de inversión constituidos en documento privado que deberán acompañar a la solicitud de autorización el contrato constitutivo, el folleto informativo y los restantes datos necesarios (art. 8.1).
- El desarrollo del derecho de información y separación —sin comisión ni gasto asociado— de los partícipes de los fondos cuando se modifi-

que el reglamento de gestión o el folleto afectando a la política de inversión, la política de distribución de resultados, la sustitución de la SGIIC o del depositario, la transformación, fusión o escisión, etc. (art. 14.2).

- El desarrollo del régimen de creación y modificación de compartimentos en fondos o en sociedades de inversión (art. 15), basado en la simplificación del mecanismo de autorización de las modificaciones genéricas de sus documentos constitutivos (art. 14) que, a su vez, simplifica el sistema de autorización de la creación de dichas IICs (art. 8).

En segundo lugar, el capítulo II del título I del RIIC desarrolla el régimen de “comercialización transfronteriza de acciones y participaciones de IIC” distinguiendo entre la comercialización en España de acciones y participaciones de IIC extranjeras (art. 19) y la comercialización en el exterior de acciones y participaciones de IIC españolas (art. 20), residiendo la novedad más destacable en la introducción de la posible comercialización de estas últimas a través de entidades legalmente habilitadas en los países de destino para realizar dicha actividad, con el establecimiento de una serie de requisitos en cuanto a los contratos entre la IIC española o su SGIIC y la entidad extranjera, su control por la CNMV, la información que debe proporcionar esta última o la no exoneración de responsabilidad de la SGIIC española. En todo caso, los residentes españoles no podrán ser accionistas o partícipes de IIC españolas a través de comercializadores extranjeros (art. 19.2).

En tercer lugar, el capítulo III del título II del RIIC desarrolla con detalle el régimen de transparencia de las IIC, dado que la propia estructura de los fondos de inversión centra en dicha transparencia la única protección eficaz de sus partícipes. Por ello, la SGIIC, respecto de cada fondo de inversión que administre, y las sociedades de inversión deberán publicar —conforme al art. 21— para su difusión entre los partícipes, accionistas y público en general un folleto completo (art. 22), un folleto simplificado (art. 23), un informe anual (art. 24), un informe semestral y dos informes trimestrales (art. 25). El sistema de transparencia se completa con el deber de publicación de hechos relevantes (art. 28) y participaciones significativas (art. 29); amén del régimen específico de contabilidad y auditoría (arts. 30, 31 y 32).

Por último, el capítulo IV pone fin al título II ocupándose de las “normas sobre disolución, liquidación, transformación, fusión y escisión de IIC” (arts. 33 a 35), destacando como novedad principal la posible fusión entre sociedades y fondos de inversión de la misma clase (art. 34.2).

5. Disposiciones especiales sobre las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero

El capítulo I del título III del RIIC ordena estas disposiciones en dos apartados que contienen las disposiciones comunes a todas las IIC de esta clase y las disposiciones especiales sobre alguna de ellas:

Las primeras disposiciones comunes (sección 1.^a) desarrollan la política de inversión estableciendo los activos aptos, entre los que destaca la posible inversión de hasta un 10% de su activo en entidades de capital-riesgo, sociedades o fondos de inversión libre, etc. [art. 36.1.j)]; las reglas de inversión en valores no cotizados (art. 37) o en instrumentos financieros derivados (art. 39), y las normas de diversificación del riesgo, donde destaca la posibilidad de que las IIC que reproduzcan o tomen como referencia índices bursátiles o de renta fija puedan concentrar en mayor medida sus riesgos (art. 38).

Es dentro de las disposiciones especiales sobre determinados tipos de IIC financieras (sección 2.^a) donde se concentran las novedades más destacables del RIIC porque es allí donde se regulan:

- Las IIC españolas que pretendan comercializarse en otros Estados miembros al amparo del pasaporte comunitario, conforme a la Directiva 85/611/CEE (art. 42).
- Las IIC de inversión libre (art. 43), también conocidas como “hedge funds” y destinadas a inversores cualificados que estén dispuestos a asumir un riesgo intenso (adviértase que el art. 39 del RD 1310/2005 establece una noción de inversores cualificados y un sistema de registro de éstos en las empresas de servicios de inversión y en las entidades de crédito). En este sentido, el régimen específico de estas IIC las reserva a inversores cualificados (mediante la exigencia de un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros) y las libera de los límites máximos de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso y de las reglas sobre inversiones establecidas en la sección 1.^a del capítulo I del título III del RIIC, permitiéndoles invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente. El resto de rasgos típicos del régimen de este tipo de IIC responde al binomio de libertad de inversión y gestión y asunción de riesgo.
- Las IIC de inversión libre (art. 44), destinadas a permitir el acceso indirecto del inversor minorista a este tipo de IIC de alto riesgo.
- Las IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión (art. 45).

El régimen de las IIC financieras se completa con una serie de disposiciones especiales para los fondos de inversión colectiva de carácter financiero (sección 3.^ª), entre los que destacan los nuevos fondos de inversión cotizados (art. 49); y para las sociedades de inversión colectiva de capital variable (sección 4.^ª), donde destaca la novedad de que la admisión a negociación en bolsa de sus acciones pasa de ser obligatoria a voluntaria (art. 52), lo que impone la previsión de otros mecanismos extrabursátiles de liquidez de aquellas acciones (arts. 53 y 54).

6. Disposiciones especiales sobre las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero

Al igual que sucedía en el sistema anterior, las únicas IIC no financieras tipificadas son las inmobiliarias porque la existencia de IIC no financieras distintas de las inmobiliarias queda pendiente de un desarrollo futuro mediante orden ministerial según lo previsto en el art. 39 de la LIIC. En consecuencia, el capítulo II del título III del RIIC desarrolla el régimen de las IIC inmobiliarias con unas normas comunes sobre su objeto (art. 56), la tasación de los bienes inmuebles y derechos reales integrados en su patrimonio (art. 57), la prevención de conflictos de intereses específicos de sus socios o partícipes (art. 58), las especialidades en materia de obligaciones frente a terceros (art. 59), la diversificación de su inversión en inmuebles y liquidez (arts. 60 y 61) y unas normas especiales sobre las sociedades de inversión inmobiliaria (art. 62) y los fondos de inversión inmobiliaria (art. 63). Destacan como novedades la unificación de los límites para la inversión en compra sobre plano y compromiso de compra en un 40% (art. 56.2) y la ampliación de la posible inversión a sociedades cuyo activo esté constituido por más de un bien inmueble [art. 56.1.a)].

7. Régimen de las entidades auxiliares: sociedades gestoras y depositarios

El título IV del RIIC contiene un régimen completo de las SGIIC que abarca su concepto y objeto social (capítulo I), las condiciones de acceso a la actividad (capítulo II) y de ejercicio de ésta (capítulo III) y el régimen de actuación transfronteriza (capítulo IV). Las novedades más destacables afectan a los siguientes aspectos:

- Su ámbito de actividad, que puede extenderse a la gestión, colectiva o individual, de carteras distintas de las propias de las IIC (art. 64), aplicándoseles en tal caso las normas que rigen aquellas actividades de gestión, con las especialidades que en su caso puedan establecerse. A este respecto, destaca la obligatoria adhesión al Fondo de Garantía de

Inversiones cuando la SGIIC realice la actividad de gestión individualizada de carteras de inversión (art. 74). También destaca el desarrollo reglamentario de la comercialización por las SGIIC de acciones y participaciones de IIC (art. 65).

- Su forma de actuación, desarrollándose tanto el régimen de actuación a través de agentes y apoderados (arts. 66 y 67) como la delegación de la gestión de activos y de la administración de las IIC en otras entidades (art. 68).
- Sus condiciones de acceso a la actividad, con un particular desarrollo del régimen de sus recursos propios (art. 70) y de su organización administrativa (art. 73).
- Sus condiciones de ejercicio de la actividad y, en particular, sus obligaciones, que se enumeran con detalle precisando los supuestos en los que la SGIIC estará obligada a ejercer los derechos políticos (en particular, los de asistencia y voto) inherentes a los valores integrados en los fondos que administra (art. 81). Aspecto éste de enorme relevancia potencial en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

El título V desarrolla la figura del depositario con especial atención a sus funciones de depósito y administración (art. 92) y de vigilancia y supervisión de la gestión realizada por las SGIIC de los fondos de inversión o por los administradores de las SICAV (art. 93).

8. Normas de conducta

El título VI del RIIC completa el desarrollo reglamentario con las normas de conducta que deben cumplir las SGIIC, las entidades depositarias, las sociedades de inversión que no encomienden su gestión integral a una SGIIC, las entidades comercializadoras y los administradores, directivos, empleados, agentes y apoderados de dichas entidades (art. 96). En este punto deberán cumplir las normas del título VII de la LMV (art. 65 de la LIIC) y el Código general de conducta de los mercados de valores que figura anexo al RD 629/1993 (art. 97). El RIIC desarrolla, en particular, el régimen de transparencia y control de las operaciones vinculadas (art. 99) y la siempre difícil separación entre la SGIIC y el depositario (art. 100).

9. Conclusiones sobre el sistema de regulación de las IIC de 2003

El RIIC de 2005, al desarrollar la LIIC de 2003, completa la regulación fundamental del que hemos llamado sistema de 2003, sin perjuicio de la pendencia de numerosos desarrollos reglamentarios de nivel inferior. Así, estamos

en disposición de concluir que este sistema de 2003 presenta una continuidad con el anterior sistema de 1984 en sus líneas básicas esenciales —que, por lo demás vienen impuestas por la armonización comunitaria— pero adapta la regulación a una industria de la inversión colectiva que ha madurado y requiere mayor flexibilidad, admitiendo mecanismos de protección del inversor más sofisticados y adaptados a las distintas circunstancias del pequeño inversor o del inversor sofisticado.

En particular, las novedades más significativas que introduce la LIIC de 2003 y desarrolla el RIIC de 2005 son: En cuanto a los aspectos estructurales, la simplificación de los tipos básicos de IIC y la introducción de las IIC de inversión libre (los denominados “hedge funds”). En cuanto a los aspectos funcionales, el cambio de la “bursatilidad” de las principales IIC financieras porque la admisión a negociación en bolsa de las acciones de las SICAV pasa de ser imperativa a ser potestativa (art. 52) y porque las participaciones de los fondos de inversión cotizados estarán admitidas a negociación en bolsa (art. 49). En definitiva, las sociedades de inversión pueden salir de la bolsa, y los fondos de inversión entrar en ella.

Alberto Javier Tapia Hermida

13. GRAN BRETAÑA: SIMPLIFICACIÓN DE LA INFORMACIÓN CONTABLE A PREPARAR POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS

A finales del año 2005, el Gobierno británico anunció su decisión de no exigir a las sociedades cotizadas la elaboración de un informe operativo y financiero (el *Operating and Financial Report-OFR*). Esta decisión se fundamenta en la Directiva comunitaria de armonización contable y se refiere a aquellos ejercicios iniciados a partir de 1 de abril de 2005, en los que dentro del informe de gestión de los administradores la norma comunitaria exige un informe de negocio o *business review*. Se trata de que este documento contenga información adicional a la estrictamente financiera, de importancia para el desarrollo del negocio (por ejemplo, cuestiones medioambientales o que afecten a los recursos humanos).

El Gobierno británico considera que el informe de negocio coincide con muchos de los elementos exigidos por el OFR, pero lo hace de una manera menos rigurosa. Por otro lado, el cambio aprobado no implica que el esfuerzo informativo desarrollado haya sido estéril, puesto que los documentos prepara-

torios del OFR servirán para el futuro informe de negocio, además de que el Gobierno ha declarado su voluntad de respetar la política contable de aquellas empresas que opten por seguir elaborando con carácter voluntario un OFR.

Las nuevas disposiciones se incluirán en la reforma de la legislación societaria en curso (la *Company Law Reform Bill*), por lo que a continuación del anuncio del Gobierno, éste invitó a las personas y partes interesadas a hacer las alegaciones que tuvieren por conveniente antes del 15 de febrero de 2006.

Christi Amesti Mendizábal

14. SUPERVISIÓN DE CONGLOMERADOS FINANCIEROS Y OTRAS REFORMAS REGLAMENTARIAS: EL REAL DECRETO 1332/2005

1. Contenido del Real Decreto 1332/2005

Dentro de la muy prolífica regulación financiera del pasado mes de noviembre de 2005 destaca la publicación, en el BOE n.º 280 de 23 de noviembre de 2005, del 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 y por la que se modifican otras Leyes del sector financiero (ver sobre esta Ley nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 99, 2005, p. 267 y ss.). Este RD —dictado al amparo de los apartados 11.ª y 13.ª del art. 149.1 de la Constitución (Disposición Final 10.ª) y que entró en vigor el 24 de noviembre de 2005 y se aplicará por vez primera a la supervisión de las cuentas del ejercicio 2005 (Disposición Final 13.ª)— completa la transposición a nuestro Derecho de la Directiva 2002/87/CE, sobre conglomerados financieros (sobre la misma ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 90, 2003, p. 300 y ss.), e incorpora la Directiva 2005/1/CE, sobre los comités de servicios financieros. Como en tantos otros reglamentos financieros, tras su promulgación se avecina una multiplicación de normas reglamentarias de menor rango al amparo de la habilitación general a favor del Ministro de Economía y Hacienda, del Banco de España o de la CNMV (Disposición Final 12.ª).

2. Supervisión de la solvencia de los conglomerados financieros

Según decimos, la finalidad principal del RD 1332/2005 consiste en establecer el régimen reglamentario de la supervisión adicional que exigen los con-

glomerados financieros, y para ello regula los elementos estructurales y funcionales de dicha supervisión.

a) En el primer sentido, la estructura de supervisión de los conglomerados financieros se desarrolla en el capítulo I por referencia a sus dos elementos principales: los grupos de entidades financieras que constituyen conglomerados financieros y las autoridades supervisoras.

En cuanto a los conglomerados supervisados, procede distinguir la regulación de los conglomerados comunitarios respecto de los “grupos de terceros Estados”, que son aquellos cuya entidad dominante sea una entidad regulada o una sociedad financiera mixta de cartera que tenga su domicilio fuera de la Unión Europea. En este último caso, el art. 18 del RD (único integrante de su capítulo V) contiene una habilitación normativa a favor del Ministro de Economía y Hacienda, el Banco de España o la CNMV para establecer otros métodos de supervisión adicional de estos grupos de terceros Estados. En cuanto a los conglomerados comunitarios, el RD establece las normas para identificar estos grupos (art. 2), las categorías de entidades financieras y del sector financiero (art. 3) y las reglas aplicables a los cálculos necesarios para identificar a los conglomerados financieros (art. 4).

En cuanto a las autoridades supervisoras, el art. 5 del RD define quiénes son las autoridades competentes relevantes para la supervisión de los conglomerados financieros.

b) En el segundo de los sentidos anteriormente indicados, el RD desarrolla los elementos funcionales de la supervisión de los conglomerados financieros en tres aspectos fundamentales:

- El primer aspecto es el de los elementos o técnicas de la supervisión adicional, contenidos en el capítulo II en el que se establecen los requisitos y principios técnicos de adecuación del capital adicional (arts. 6 y 7), la información sobre operaciones intragrupo y concentraciones de riesgos que las entidades obligadas deberán transmitir a la autoridad supervisora que actúe como coordinadora (arts. 8, 9 y 10), los sistemas de gestión de riesgos y control interno específicos de los conglomerados financieros (art. 11), los requisitos de los administradores de las sociedades financieras mixtas de cartera (art. 12) y la obligación de remisión de información en general (art. 13).
- El segundo aspecto funcional de la supervisión de conglomerados financieros es el relativo al ejercicio de ésta, del que se ocupa el capítulo III del RD incidiendo en los dos extremos de la relación de supervisión: las autoridades supervisoras —señalando el art. 14 las reglas de designación del coordinador y el art. 16 los principios de coopera-

ción entre autoridades competentes—; y los conglomerados supervisados, estableciendo el art. 15 los mecanismos de identificación de un conglomerado financiero y de la entidad obligada en cada caso.

- El tercer aspecto funcional de la supervisión es el de las medidas de ejecución de ésta que desarrolla el capítulo IV, que en su único art. 17 establece las actuaciones en caso de incumplimiento por un conglomerado financiero de las obligaciones informativas o sustanciales de adecuación de capital, que se adoptarán a iniciativa de la autoridad supervisora que actúe como coordinador.

3. Adaptación del régimen reglamentario de supervisión de la solvencia de los grupos de entidades financieras

Dado que el Real Decreto 1343/1992 establecía, en sus títulos IV y V, respectivamente, una serie de disposiciones relativas a los denominados “otros grupos consolidables de entidades financieras” y a “los grupos mixtos no consolidables”, que incidían en el ámbito propio de los que después se regularon como conglomerados financieros, el RD 1332/2005, en su Disposición derogatoria única, derogó ambos títulos.

Además, el RD 1332/2005 se vio obligado a introducir una serie de modificaciones en el Real Decreto 1343/1992 para adaptar su contenido al nuevo marco legal y reglamentario de supervisión de los conglomerados financieros. Esta adaptación se realiza en su Disposición adicional primera, que modifica diversos artículos de aquel Real Decreto 1343/1992 ubicados tanto en su título preliminar sobre “disposiciones comunes”, en concreto el concepto de grupo de entidades financieras del art. 1, de control de una entidad financiera (art. 2), las categorías de entidades financieras (art. 3), la consolidación de los grupos de entidades financieras (art. 6), los tipos de grupos consolidables de entidades financieras (art. 7), etc.; como en su título primero, de “disposiciones relativas a entidades de crédito y sus grupos” [art. 16.1.c), art. 17.3, art. 20, art. 21.1.d), art. 22.2 y 4 y art. 23.2.a)] y en su título II, de “disposiciones relativas a sociedades y agencias de valores y sus grupos” [art. 36.1.c)].

4. Adaptación del régimen reglamentario de supervisión de la solvencia y de la gestión de los distintos tipos de entidades financieras

Por último, el RD 1332/2005 modifica las normas reglamentarias sectoriales de banca, valores y seguros con una triple finalidad: mantener la coherencia de éstas con el nuevo régimen de conglomerados financieros, trasponer la Di-

rectiva 2005/1/CE sobre los comités de servicios financieros y establecer unos requisitos de honorabilidad comercial y profesional comunes.

Para alcanzar las tres finalidades indicadas se modifican distintos reglamentos ubicados en los tres sectores indicados, y así:

- a) En el sector bancario se modifican el Reglamento de cooperativas de crédito, aprobado por el RD 84/1993 (Disposición final 2.^a); el RD 1245/1995 sobre creación de bancos (Disposición final 3.^a); el RD 692/1996 sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito (Disposición final 4.^a); el RD 775/1997 sobre servicios y sociedades de tasación (Disposición final 5.^a); y el RD 2660/1998 sobre establecimientos de cambio de moneda (Disposición final 7.^a).
- b) En el sector del mercado de valores se modifica el RD 867/2001 sobre las empresas de servicios de inversión (Disposición final 8.^a).
- c) En el sector asegurador se modifican el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el RD 2486/1998 (Disposición final 6.^a), y el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el RD 304/2004 (Disposición final 9.^a).

Alberto Fernández Alén

15. SQUEEZE-OUT: EL TRIBUNAL SUPREMO FEDERAL ALEMÁN CONSIDERA QUE LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA TRANSFERENCIA FORZOSA DE LAS ACCIONES DE ACCIONISTAS MINORITARIOS AL ACCIONISTA PRINCIPAL CON ARREGLO A LA LEY DE SOCIEDADES ALEMANA ESTÁ FUERA DE DUDA

El Tribunal Supremo Federal alemán (*Bundesgerichtshof—BGH*) ha confirmado en una resolución de su Segundo Senado, de fecha 25 de julio de 2005 ⁽¹⁾, la legalidad de la transferencia forzosa de las acciones de un accionista minori-

(1) II ZR 327/03, de 25 de julio de 2005, publicada en el apartado *Entscheidungen* de la página de internet del BGH www.bundesgerichtshof.de, mediante la que se desestima la revisión de la causa de forma unánime con arreglo al § 552a de la Ley de Procedimiento Civil alemana (*Zivilprozeßordnung—ZPO*).

tario (*Ausschluß von Minderheitsaktionäre* o *Squeeze-out*) acordada en el año 2002 por Invensys Metering Systems AG a petición de Invensys Metering Systems Holding AG. Un accionista había impugnado un acuerdo de Invensys Metering Systems AG que tenía por objeto la transferencia de sus acciones a cambio de una compensación. La acción se fundamentaba en la supuesta anti-constitucionalidad de los §§ 327a y siguientes de la Ley de Sociedades (*Aktien-gesetz-AktG*), normas que regulan en el Derecho alemán la transferencia forzosa en el sentido de “venta forzosa” del artículo 15 de la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición ⁽²⁾. Estas normas lesionaban supuestamente el Derecho Fundamental de propiedad de los accionistas minoritarios consagrado en el artículo 14, párrafo primero, de la Ley Fundamental de Bonn (*Grundge-setz—GG*) ⁽³⁾. Según dicha resolución del BGH, la constitucionalidad de los §§ 327a y siguientes AktG se desprende de la jurisprudencia del Tribunal Constitu-cional alemán (*Bundesverfassungsgericht—BVerfG*). Al igual que el BGH, los juzgados de instancia habían llegado a la conclusión de que dichas normas se ajustan a los requisitos constitucionales ⁽⁴⁾. El BGH confirma con esta decisión la línea seguida por la jurisprudencia alemana en numerosas acciones presenta-das contra acuerdos similares en todo el país desde el año 2001.

El § 327a párrafo primero AktG permite a todo accionista que posea un 95% del capital y de los derechos de voto de la sociedad afectada exigir que le sean transferidas las acciones del resto de los accionistas a cambio de una compensación adecuada. El BGH resalta que según los principios establecidos por el BVerfG en relación —en otro contexto— con la exclusión de accionistas minoritarios, la transferencia forzosa de acciones es compatible con el Derecho Fundamental de propiedad siempre que los accionistas excluidos reciban una compensación económica total. El BGH sostiene que las normas que regulan la transferencia forzosa garantizan dicha compensación: por una parte, la compen-sación establecida por el accionista principal con arreglo al § 327b AktG ha de ser adecuada en opinión de uno o más peritos designados por el Tribunal com-petente (§ 327c párrafo segundo AktG) y puede ser además revisada por un Tribunal a petición de cualquier accionista minoritario excluido (§ 327f AktG); por otra parte, los accionistas minoritarios están protegidos contra el riesgo de insolvencia del accionista principal por el § 327b párrafo tercero AktG, norma

(2) DOCE L 142, de 30 de abril de 2004, p. 12.

(3) “La propiedad y el derecho de sucesiones están garantizados. Las leyes regulan sus límites y contenido”.

(4) Tribunal Superior de Justicia OLG Celle, Decisión del Noveno Senado n.º 9 U 101/03, de 15 de octubre de 2003 y Audiencia Provincial LG Hannover, Decisión n.º 26 O 6/03, de 8 de abril de 2003.

que exige del accionista principal que aporte la garantía de un banco autorizado para llevar a cabo operaciones bancarias en Alemania que cubra la compensación inmediata de los accionistas minoritarios en la cuantía determinada por aquél.

Zinaída González Blanco
Abogado (Madrid-Frankfurt am Main)

16. LA DIRECTIVA 2005/56/CE SOBRE FUSIONES TRANSFRONTERIZAS DE SOCIEDADES DE CAPITAL

1. Antecedentes y vigencia de la Directiva 2005/56/CE

En el DOUE de 25 de noviembre de 2005 (L 310/1 y ss.) se ha publicado la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005 relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital.

En cuanto a los antecedentes de esta Directiva, procede recordar que, con ella, se pone fin a un largo proceso legislativo marcado por dos hitos principales:

- a) La Propuesta de Décima Directiva del Consejo fundada sobre la letra g) del párrafo 3 del artículo 54 del Tratado CEE en relación a las fusiones transfronterizas de sociedades anónimas de 1985 (DOUE de 25-1-1985) que se caracterizaba, en cuanto a la técnica legislativa utilizada, por sus continuas remisiones a la Tercera Directiva de sociedades de 1978, indicando cuáles de sus preceptos de aplicarían a las fusiones transfronterizas y añadiendo los elementos normativos propios de estas últimas. Esta Propuesta de 1985 se bloqueó por las divergencias existentes entre los Estados miembros en cuanto a la estructura del órgano de administración de las sociedades anónimas y a las fórmulas de participación de los trabajadores en las empresas (ver por todos SÁNCHEZ CALERO, F., “La Propuesta de la Comisión de la CEE de Décima Directiva referente a las fusiones transfronterizas de sociedades anónimas y su incidencia en la posición jurídica de los trabajadores de las sociedades fusionadas conforme al Derecho español”, en *Noticias CEE*, n.º 55-56, 1989, pp. 63 y ss.).

- b) La Propuesta de Directiva sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capitales de noviembre de 2003 (18-11-2003, COM 2003, 703 final), que surgió del desbloqueo de los dos obstáculos indicados supuso el consenso mínimo alcanzado en el Reglamento (CE) n.º 2157/2001, sobre el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea. Esta nueva Propuesta de 2003 se diferenció esencialmente de la anterior de 1985 en que ampliaba su ámbito a las sociedades de capitales y daba por supuesta la armonización de los Derechos nacionales a la Tercera Directiva, lo que evita las remisiones constantes a aquélla.

En cuanto a la vigencia de la Directiva 2005/56/CE —dictada conforme a los principios de subsidiariedad y proporcionalidad (cdo. 15)— procede destacar que entró en vigor a los veinte días de su publicación en el DOUE (art. 20), que los destinatarios son los Estados miembros (art. 21), que debe incorporarse a los derechos nacionales a más tardar el 15 de diciembre de 2007 (art. 19 y cdo. 16) y que se prevé la revisión de su contenido por la Comisión a la vista de la experiencia adquirida en su aplicación, para proponer su eventual modificación (art. 18).

2. Contexto de la Directiva 2005/56/CE

Hay que tener presente que esta Directiva se inserta en un contexto de Derecho comunitario en el que las fusiones transfronterizas de sociedades de capitales pueden ser reguladas desde varias ópticas complementarias y alcanzadas mediante instrumentos jurídicos alternativos. En efecto:

- a) En el primer sentido, aquellas fusiones, en cuanto concentraciones entre empresas, pueden ser objeto de control tanto a escala comunitaria (conforme al Reglamento CE n.º 139/2004) como a escala nacional (cdo. 9); y, cuando impliquen a entidades de crédito o financieras, pueden ser reguladas por las normativas especiales —comunitarias o nacionales— propias del sector financiero (cdo. 10).
- b) En el segundo sentido, interesa recordar que las fusiones transfronterizas de sociedades de capitales pueden servir de procedimiento constitutivo de la Sociedad Anónima Europea (art. 2.1 y arts. 17 y ss. del Reglamento CE n.º 2157/2001), dando entonces origen a una sociedad de régimen supraestatal (ver Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España); o pueden desembocar en una sociedad de capital de régimen nacional, si siguen el cauce de esta Directiva 2005/56/CE. En relación con lo anterior importa resaltar, por una parte, que la plena efectividad de la sociedad anónima europea domiciliada en España está pendiente de que

se dicte la Ley que incorpore al Derecho español la Directiva 2001/86/CE, regulando la implicación de los trabajadores en ella; y, por otro lado, que la viabilidad de la fusión transfronteriza que implique a una o varias sociedades españolas dependerá de la transposición de esta Directiva 2005/56/CE a nuestro Derecho que, recordemos, deberá realizarse a más tardar el 15 de diciembre de 2007.

3. Ámbito de aplicación de la Directiva 2005/56/CE y régimen de las fusiones transfronterizas

La Directiva se aplicará a las fusiones transfronterizas —también denominadas, con mayor exactitud, intracomunitarias— de sociedades de capital constituidas y radicadas dentro de la comunidad cuando al menos dos de ellas estén sujetas a legislaciones de Estados comunitarios diferentes (art. 1). Dichas fusiones podrán realizarse por absorción, creación de nueva sociedad o transferencia global de activo y pasivo a la matriz, e implicarán a sociedades de capital entendiéndose por tales las mencionadas en la Primera Directiva de Sociedades 68/151/CEE o las que cumplan los requisitos de personalidad jurídica y patrimonio separado previstos en aquella Primera Directiva (art. 2). La delimitación del ámbito de aplicación de la Directiva se completa excluyendo las fusiones en las que participe una sociedad de inversión colectiva y dejando a la decisión de los Estados la eventual inaplicación a las fusiones en las que participe una sociedad cooperativa (art. 3).

El régimen de las fusiones transfronterizas responde al principio de aplicación supletoria de la legislación nacional a la que esté sujeta cada una de las sociedades que participe en ellas y de eventual aplicación imperativa de las disposiciones nacionales que permitan a las autoridades de un Estado oponerse a una fusión interna por motivos de interés público (cfr. art. 318 LSA, introducido por la Ley 19/2005) y de aquellas encaminadas a garantizar una protección adecuada de los socios minoritarios que se hayan pronunciado en contra de la fusión transfronteriza. En todo caso, tales fusiones solo podrán efectuarse entre tipos de sociedades que tengan derecho a fusionarse conforme a su legislación estatal (art. 4).

4. La fase preparatoria de la fusión transfronteriza

Siguiendo la senda trazada por la Tercera Directiva de Sociedades, el procedimiento de fusión transfronteriza nace de un proyecto común de fusión que deben elaborar los órganos de administración o dirección de las sociedades que se fusionen y que debe contener, como mínimo, una serie de menciones que pueden ordenarse según las entidades o personas físicas afectadas. Así, hay

menciones referidas a las sociedades que se fusionan y a la resultante de la fusión, a los miembros de sus órganos de administración, dirección, vigilancia o control, a sus socios, a sus trabajadores y a los peritos que estudien el proyecto de fusión (art. 5). Este proyecto será publicado en la forma prescrita por cada Derecho nacional conforme a lo dispuesto en el art. 3 de la Primera Directiva de Sociedades, mencionando expresamente el boletín oficial, los datos de las sociedades, el registro competente y las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y socios minoritarios (art. 6).

La fase preparatoria de la fusión transfronteriza se completa con la emisión y puesta a disposición, por los órganos de administración o dirección de las sociedades implicadas, de un informe destinado a los socios, explicativo de los aspectos legales y económicos de la fusión y de sus implicaciones para los socios, acreedores y trabajadores (art. 7) y con la elaboración de un informe pericial independiente por cada sociedad, con el contenido mínimo previsto para las fusiones internas en el art. 10 de la Tercera Directiva de Sociedades; pudiéndose elaborar un informe escrito único para todas las sociedades implicadas (art. 8) (cfr. art. 319 LSA, introducido por la Ley 19/2005).

5. La fase decisoria de la fusión transfronteriza

Esta fase está integrada por el acuerdo de aprobación del proyecto común de fusión por las juntas generales de las sociedades implicadas, que podrán condicionar su realización a la ratificación expresa de las disposiciones decididas para la participación de los trabajadores en la sociedad resultante de la fusión. La aprobación por la junta general de la sociedad absorbente no procederá cuando se den las condiciones previstas en el art. 8 de la Tercera Directiva (art. 9).

6. La fase ejecutiva de la fusión transfronteriza

En esta fase cabe incluir el régimen de control de legalidad de la fusión que se ordena en torno a dos momentos: el momento inicial del control previo de la terminación y la legalidad del proceso de toma de decisiones de cada una de las sociedades implicadas en la fusión, que se realizará por las autoridades nacionales de cada una de las sociedades que se fusionen; y el momento final del control de la legalidad de la terminación y la realización de fusión transfronteriza en sí, que asumirá la autoridad competente para supervisar la sociedad resultante de la fusión (considerando 7). Los arts. 10 y 11 de la Directiva distribuyen los controles de legalidad entre los Estados miembros de las sociedades implicadas confiándoles la designación del tribunal, notario o autoridad competente que emitirán los correspondientes certificados que demuestren de forma con-

cluyente la correcta realización de los actos y trámites de la fusión conforme a sus respectivos Derechos nacionales (cfr. art. 321 LSA, introducido por la Ley 19/2005).

En este orden de cuestiones de eficacia formal de las fusiones transfronterizas debemos incluir las formas de publicidad de la realización de éstas, que seguirán el régimen de las legislaciones de los Estados miembros de las sociedades implicadas; así como la inscripción de la sociedad resultante de la fusión transfronteriza en el registro competente según su domicilio, que deberá notificar sin demora dicha fusión a los registros de procedencia de las sociedades implicadas, quienes a su vez deberán practicar la baja en los casos en que se extingan a resultas de la fusión (art. 13) (cfr. art. 322 LSA, introducido por la Ley 19/2005).

En segundo lugar, dentro de la fase ejecutiva de las fusiones transfronterizas procede incluir los aspectos de eficacia material de éstas empezando por recordar que los efectos de dichas fusiones sobre los patrimonios, los socios y las sociedades implicadas serán los generalmente predicables de la fusión por absorción o por creación de una nueva sociedad; con la particularidad de que la sociedad resultante de la fusión transfronteriza deberá cumplir los trámites especiales para que la transferencia de determinados bienes, derechos y obligaciones aportados por las sociedades implicadas sea oponible a terceros cuando la legislación de los Estados de origen los imponga (art. 14).

Dentro de esta eficacia material de las fusiones transfronterizas cabe incluir la previsión de que será la legislación del Estado miembro de la sociedad resultante de la fusión la que determinará la fecha de su efectividad (art. 12) y de que —en beneficio de la seguridad jurídica (considerando 8)— no podrá declararse la nulidad de una fusión transfronteriza tras su entrada en vigor (art. 17).

7. La protección de los socios, acreedores y trabajadores de las sociedades implicadas en una fusión transfronteriza

Las fusiones transfronterizas se han visto con un recelo tradicional por cuanto pudieran servir de instrumento para reducir o burlar los derechos de los socios, acreedores o trabajadores de las sociedades implicadas aprovechando la deslocalización consiguiente y practicando una suerte de arbitraje regulatorio; dentro incluso de un ámbito de legislaciones armonizadas, aunque con notables diferencias en cuanto a los mecanismos de protección de socios y acreedores y de participación de trabajadores en las sociedades de capital.

Por lo anterior, la Directiva 2005/56/CE es particularmente cuidadosa en cuanto se refiere a la protección de los derechos de los colectivos señalados que pueden resultar perjudicados a resultas de una fusión transfronteriza. El sistema

de protección que se establece se basa en los principios de transparencia de los mecanismos de protección, respeto de las facultades de los Estados miembros para establecerlos y, en cuanto a la participación de los trabajadores en particular, remisión al consenso mínimo alcanzado con ocasión del Reglamento n.º 2157/2001 por el que se aprueba el Estatuto sobre la Sociedad Anónima Europea y la Directiva 2001/86/CE que lo completa en lo que respecta a la implicación de los trabajadores.

En primer lugar, el principio de transparencia de los mecanismos de protección se refleja en el proyecto común de fusión [en el que deberán constar las condiciones de implicación de los trabajadores, art. 5.j)], en el anuncio que debe publicarse en los boletines oficiales de los Estados de procedencia de las sociedades implicadas [en el que deberá constar una indicación de las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y socios minoritarios, art. 6.2.c)] y en el informe de los órganos de dirección o administración de las sociedades implicadas (que deben explicar las implicaciones de la fusión para los socios, los acreedores y los trabajadores, art. 7).

En segundo lugar, el principio de respeto a los derechos nacionales se refleja en el art. 4.2 cuando señala que las disposiciones nacionales que debe seguir cada sociedad que participe en una fusión transfronteriza incluirán, entre otros aspectos, los relativos a la protección de los acreedores, de los obligacionistas y de los trabajadores, y añade que los Estados miembros podrán adoptar, en estos casos, disposiciones encaminadas a garantizar una protección adecuada a los socios minoritarios que se hayan pronunciado en contra de la fusión transfronteriza (cfr. art. 320 LSA, sobre el derecho de separación de los accionistas de las sociedades anónimas españolas que participen en una fusión constitutiva de una sociedad anónima europea; introducido por la Ley 19/2005).

Por último, en cuanto se refiere a las implicaciones de las fusiones transfronterizas para los trabajadores de las sociedades implicadas, procede distinguir dos tipos de derechos:

- Los derechos de los trabajadores distintos de los de participación (esencialmente, los de información, consulta y mantenimiento del puesto de trabajo), que se regirán, en los casos de fusión transfronteriza, por las Directivas generales enumeradas en el considerando 12 de la Directiva 2005/56/CE.
- Los derechos de participación de los trabajadores en la sociedad resultante de la fusión transfronteriza. Esta participación se regula específicamente en el art. 16 mediante un complejo sistema que, en síntesis, parte del principio general de aplicación de las normas relativas a la participación de los trabajadores que estén vigentes en el Estado miembro en que se encuentre el domicilio social de aquella sociedad

resultante de la fusión. Sin perjuicio de lo anterior y al objeto de que una fusión transfronteriza no redunde en una pérdida de los derechos de participación de los trabajadores, el citado art. 16 establece algunas excepciones a la aplicación de aquel principio general en las que se aplicarán las legislaciones de los Estados miembros implicados que, en todo caso, deberán respetar determinados preceptos —identificados en el apartado 3 del art. 16— del Reglamento y la Directiva sobre la Sociedad Anónima Europea antes indicados y una serie de principios específicos que establecen los apartados 4 a 7 del mismo art. 16.

Alberto Javier Tapia Hermida

17. LA COMISIÓN EUROPEA PRESENTA UNA PROPUESTA DE DIRECTIVA SOBRE EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE VOTO DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES COTIZADAS CON SEDE SOCIAL EN UN ESTADO MIEMBRO DE LA UNIÓN

El pasado 5 de enero se ha presentado esta propuesta de Directiva (PD), resultado del empeño de la Comisión europea por hacer efectivo el *Plan de Acción para avanzar en la modernización del Derecho de sociedades y mejora del gobierno de las empresas en la Unión Europea* [Documento COM (2003) 284 final, de 21-5-2003]. Recordemos que dicho Plan de Acción, considerado por la propia Comisión su respuesta al segundo *Informe Winter*, incorpora un enfoque específicamente societario que hay que integrar, pero no confundir, con otras estrategias comunitarias, como las que se desenvuelven en el ámbito de los servicios financieros y los mercados de valores. Desde este enfoque, la protección de los accionistas a través del reforzamiento de sus derechos a participar en las Juntas generales aparece como uno de los objetivos primordiales de toda política que promueva la eficacia y la competitividad empresarial en el entorno europeo y mundial. Dicha protección debería pasar por eliminar trabas normativas y por adoptar nuevas medidas para hacer más eficaces aquellos derechos, en particular aprovechando las ventajas de las nuevas tecnologías de la comunicación con las debidas cautelas. La existencia en las legislaciones nacionales de obstáculos para asistir, votar e informarse en las Juntas generales, y la necesidad de iniciativas novedosas y homogéneas en toda la UE, se habrían puesto de relieve (a la propuesta de Directiva han precedido dos consultas públicas, en septiembre de 2004 y en mayo de 2005), sobre todo en relación al

significativo porcentaje (alrededor de un tercio) de accionistas de sociedades que cotizan en un Estado de la UE y que residen en otro Estado miembro.

A juicio de la Comisión, eliminar los obstáculos para la participación transfronteriza de los accionistas exige una acción comunitaria que fije unos parámetros mínimos y se complemente con normativas nacionales cuya competencia podría, hasta cierto punto, favorecer la eficacia del mercado interior. El instrumento normativo escogido (una Directiva de Derecho de Sociedades), y su ámbito de aplicación (emisores comunitarios con acciones que coticen en un mercado regulado, con la opción de excluir a los organismos de inversión colectiva, en términos de los arts. 1 y 2 de la Propuesta) responden a determinaciones bien meditadas. Conviene recordar que la Comisión había asumido en el Plan de Acción la insuficiencia del enfoque de autorregulación del mercado (basado únicamente en recomendaciones no vinculantes), y había situado el problema de la disparidad de prácticas entre los estados de la UE en sustanciales divergencias normativas, y no en la existencia de Códigos de Buen Gobierno autóctonos: pese su profusión, éstos han mostrado una notable uniformidad que hace innecesario un esfuerzo unificador. Por otra parte, la propuesta de Directiva que ahora se presenta contiene medidas en parte ya introducidas en la Directiva sobre Transparencia (Directiva 2004/109/CE, de 15-12-2004, que armoniza los requisitos relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado), que ahora se modifica. La Comisión considera que el enfoque de la disciplina de los mercados de valores regulados (al que corresponde la Directiva de Transparencia) es insuficiente, incluso en un aspecto tan relevante para el mercado como la información que deben recibir los accionistas, cuando el acento se pone en favorecer su participación en las Juntas.

La propuesta de Directiva incide en el régimen de la convocatoria de la Junta, información previa y durante ella, legitimación para asistir, representación, voto a distancia y participación por medios electrónicos. Se trata de una Directiva de mínimos, que no impide a los estados miembros exigir condiciones más rigurosas (expresión equívoca cuando se pretende ampliar derechos y favorecer su ejercicio). El contenido sustancial de la propuesta (art. 4) comienza atrayendo, al ejercicio de los derechos de participación de los accionistas en la Junta general, el principio de igualdad de trato ya proclamado en el art. 17.1 de la Directiva de Transparencia.

Desde la óptica española, las previsiones en cuanto a contenido de la convocatoria, información preparatoria de la Junta y admisión de los accionistas en ella no tendrán, en caso de aprobarse la Directiva en los términos actuales, un excesivo relieve, pues ya se han anticipado a ellas (y en ocasiones han superado, por su contenido más garantista o por aplicarse a todas las sociedades anónimas, los “mínimos” exigibles) las reformas más recientes de nuestra normativa societaria [Ley de Transparencia y sus disposiciones de desarrollo, y

recientemente, Ley sobre la Sociedad Anónima Europea (SAE) domiciliada en España]. Nuestra legislación incorpora ya, en efecto, normas que satisfacen las exigencias de la propuesta de Directiva acerca de la convocatoria con una antelación mínima mensual a la reunión de la Junta (art. 5.1 PD, art. 97.1 LSA), sobre su accesibilidad a través de la *web* corporativa del emisor [art. 5.3 PD; art. 117 LMV, norma cuarta de la Orden ECO/3722/2003, norma 7.a) de la Circular 1/2004, de 17 marzo, de la CNMV] y sobre su contenido, que incluye la descripción clara y precisa de los requisitos y los procedimientos que los accionistas podrán seguir para asistir y votar, y la indicación de cómo obtener el texto íntegro (la normativa española no llega tan lejos) y la documentación preparatoria de los acuerdos propuestos [que en todo caso, figurarán en el sitio Internet, art. 5 3 PD; Orden ECO, cuarto, 1.f) y h)]. No obstante, el art. 5 de la Directiva proyectada exige “notificar” la convocatoria de la Junta general, y su Comentario aclara que se está imponiendo al emisor la obligación de enviar el anuncio de que se va a celebrar la Junta al “destinatario”, que será “normalmente el depositario central de los valores” —en el caso de las acciones al portador— o, en otro caso, el accionista registrado como tal.

La normativa española ha incorporado recientemente (disposición final primera, 3, de la Ley 19/2005, de 14 noviembre, sobre SAE domiciliada en España) el derecho de los accionistas a añadir puntos al orden del día de las Juntas generales (art. 6 PD, 97.3 LSA). Respecto al ejercicio y alcance de este derecho conviene, sin embargo, hacer precisiones. En términos de la Propuesta, el derecho incorpora la posibilidad de incluir nuevos puntos en el orden del día y (como en el art. 97.3 LSA) de presentar proyectos de resolución. La Directiva admite que este derecho se condicione a la titularidad de una cuota de capital máxima, mientras que confía a los estados precisar el plazo en que los demás accionistas tendrán acceso al orden del día revisado “o a las resoluciones propuestas”, siempre que se garantice el conocimiento de éstos con una antelación suficiente. Conforme a la reciente normativa española, este plazo es el de los quince días anteriores a la celebración de la Junta como mínimo, término seguramente satisfactorio (pensemos que hasta hace poco éste era el término suficiente para publicar la convocatoria con el orden del día inicial). La ley española, sin embargo, no satisface enteramente las exigencias de la Directiva respecto a la cuantía del capital necesario para poder ejercitar el derecho a integrar el orden del día: un 5% del capital social, conforme al art. 97.3 LSA; conforme al art. 6.2 de la PD, dicho capital habrá de ser, como máximo, la menor de las cantidades entre el 5% del capital social del emisor y un valor nominal de diez millones de euros.

El art. 7 de la PD, que se refiere a los requisitos que pueden exigir las sociedades cotizadas para dar acceso a la Junta, trata de poner fin a toda exigencia de *bloqueo* de acciones (por ejemplo, mediante su depósito) durante un período anterior a la reunión. La Comisión considera que estas medidas tienen, durante

este período, efectos muy desfavorables sobre la negociabilidad y el valor de cotización de las acciones (incluso si el *bloqueo* no impide jurídicamente su transmisión). Desde luego, la Directiva tolera que el derecho de asistencia se supedite a la acreditación de la titularidad de las acciones, pero exige no imponer más condiciones que las indispensables para garantizar la identificación de los accionistas. La legislación española cumple sobradamente con la exigencia de que el plazo para la legitimación anticipada de los accionistas con derecho a asistir no supere los treinta días naturales antes de la Junta (art. 104.1 LSA).

Uno de los objetivos declarados de la propuesta de Directiva es impulsar el empleo de las nuevas tecnologías para facilitar la participación en las Juntas, que podría ser particularmente útil para resolver los problemas de voto transfronterizo. En este apartado, y pese a su decidida apuesta a favor de los recursos electrónicos, la propuesta resulta imprecisa y en general poco audaz. Los Estados no podrán prohibir ni obstaculizar la participación de los accionistas, y en particular la emisión del voto (el voto a distancia deberá favorecerse, también por correo) por medios electrónicos (arts. 8 y 12), pero nada se concreta respecto a los requisitos que garanticen la seguridad y la autenticidad de la comunicación, salvo la obviedad de que estos requisitos no se consideran obstáculos a la participación a distancia del accionista si son proporcionados a sus objetivos. Se hace mención expresa a la firma electrónica sin más, como condicionante —admisible— para la designación de representante en la Junta por medios electrónicos (art. 11.2).

Se reconoce el derecho de los accionistas a hacer preguntas (derecho de información en sentido estricto), desde la convocatoria (por escrito o medios electrónicos) y (oralmente) durante el transcurso de la Junta, y en las condiciones que los estados miembros adopten para garantizar el adecuado funcionamiento de los órganos sociales y la protección del interés empresarial a la confidencialidad. Es precisamente respecto al ejercicio de este derecho, reconocido en la legislación española desde la LSA de 1951 (art. 112 de la vigente), que la Propuesta de Directiva ha llevado más lejos las consecuencias jurídicas de la implantación generalizada de las nuevas tecnologías. En efecto, y en línea con la más reciente reforma del art. 131 de la *AktG* germánica (a través de la Ley conocida como *UMAG*), se considera proporcionada una información pertinente cuando esté disponible en la *web* del emisor (cfr. § 131.3.7 *AktG*) entre las “respuestas a preguntas frecuentes”. Una novedad de interés que habría, en su caso, que incorporar a nuestro art. 112 LSA y que no es sino una consecuencia del principio de paridad de trato (informativa), es la obligación de hacer accesibles a todos los accionistas, también a través de la *web* del emisor, las respuestas a preguntas que hayan sido formuladas antes de la Junta o durante su transcurso.

Se garantiza el derecho de cada accionista a participar y votar en la Junta a través de un único representante, que podrá escoger entre cualquier persona con

capacidad de obrar. Podrá restringirse el derecho de los representantes a votar según su criterio, en el supuesto de tener una especial vinculación (familiar, societaria, empresarial) con el emisor. Un representante que haya sido apoderado por varios accionistas (y no puede limitarse el número máximo de quienes podrán hacerse representar por una misma persona) puede emitir votos diferentes (a favor, en contra, o abstenerse) para cada propuesta de acuerdo, conforme a las instrucciones recibidas por los diversos representados. El Comentario al art. 10 que contiene estas normas aclara que el derecho del representante a ejercer los mismos derechos que tendría el representado en la Junta debería limitarse a los representantes de un accionista, o de varios con instrucciones idénticas, mientras que los que hayan recibido instrucciones divergentes deberían ceñirse a votar (sin intervenir ni solicitar información). La propuesta expresa su rechazo a cualquier condicionante formal para designar representante u otorgarle instrucciones, y que no sea estrictamente necesario para identificar al accionista y a su apoderado (art. 11). Sin embargo, exige mantener registradas las instrucciones de voto durante un período mínimo de un año a las entidades o personas que mantengan profesionalmente valores de otros inversores, tanto en cuentas individuales como combinadas. La Comisión entiende que aunque éstas, que agrupan acciones de varios clientes, son menos transparentes en cuanto al seguimiento de los votos, su menor coste para el inversor aconseja no sólo permitir las, sino prohibir que se exija, para poder votar en las Juntas generales, el registro temporal en cuentas individuales de los valores de los distintos inversores (art. 13).

El art. 14 de la PD exige tener en cuenta, para el recuento de los votos, todos los emitidos respecto a cada propuesta de acuerdo. El emisor dará a conocer la participación y los resultados de las votaciones (con los votos a favor y en contra) en su web (art. 15).

Conforme a la previsión inicial, la adaptación de las normativas nacionales a esta Directiva debería producirse, a más tardar, el 31 de diciembre de 2007.

M.^a Teresa Martínez Martínez

18. DESARROLLO NORMATIVO SOBRE EL COMERCIO DE DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO

En este mismo número de la Revista se publica el artículo titulado “Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO₂ y al mercado en que se negocia”, de la Profesora ROSEMBUJ. Como complemento a él, interesa reca-

pitular algunas novedades de carácter normativo que se han ido publicando con posterioridad a la *Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero*, en particular las relativas al desarrollo del Registro Nacional de derechos de emisión (Renade) y de los sistemas de seguimiento y verificación de emisiones.

El *Real Decreto 1264/2005, de 21 de octubre, por el que se regula la organización y funcionamiento del Registro nacional de derechos de emisión*, recapitula las normas comunitarias configuradoras del régimen jurídico de los derechos de emisión (en particular la *Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo*, y la *Directiva 2004/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de octubre de 2004, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad con respecto a los mecanismos de proyectos del Protocolo de Kioto*, así como el *Reglamento (CE) n.º 2216/2004 de la Comisión, de 21 de diciembre de 2004, relativo a un sistema normalizado y garantizado de registros de conformidad con la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo*, y la *Decisión 280/2004/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de febrero de 2004, relativa a un mecanismo para el seguimiento de las emisiones de gases de efecto invernadero en la Comunidad y para la aplicación del Protocolo de Kioto*), que, en lo atinente a las Directivas, fueron transpuestas por medio de la citada Ley 1/2005.

Recuerda el Real Decreto que la Ley 1/2005 prevé que las normas de organización del “Registro nacional de derechos de emisión (Renade)” habrán de aprobarse por Real Decreto, finalidad a la que sirve precisamente el texto que examinamos. El artículo 2 de este Real Decreto 126/2005 describe la “Configuración del Renade”, describiéndolo como “*el instrumento a través del cual se asegura la publicidad y permanente actualización de la titularidad y control de los derechos de emisión*”, el cual forma parte del sistema comunitario de registros integrados, y está conectado con el diario independiente de transacciones comunitario (DITC), y lo estará en su día con el diario independiente de transacciones de la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático. Su finalidad fundamental es “*la inscripción de la expedición, titularidad, transmisión, entrega, retirada, cancelación y demás transferencias de los derechos de emisión*” y “*la suspensión de la capacidad de transmitir derechos de emisión en los supuestos previstos en la normativa vigente*”. El Renade está adscrito a la Oficina Española de Cambio Climático del Ministerio de Medio Ambiente, cuyas resoluciones administrativas son recurribles en alzada, según dispone el artículo 3.

Interesa destacar la estructura del Renade (detallada en el artículo 4), que consta de un sistema de cuentas separadas (una cuenta de haberes, de la que será titular la Administración General del Estado; una cuenta de retirada y otra de cancelación, de las que también será titular la Administración General del Estado; una cuenta de haberes por cada instalación que disponga de autorización de emisión de gases de efecto invernadero, a nombre de su titular; una cuenta de haberes por cada agrupación de instalaciones que disponga de autorización de agrupación, a nombre del administrador fiduciario autorizado; una cuenta de haberes por cada persona física o jurídica con domicilio en territorio de la Unión Europea que lo solicite; una tabla de emisiones verificadas; una tabla de entrega de derechos; y una tabla sobre el estado de cumplimiento de la obligación de entrega anual de derechos de emisión de gases de efecto invernadero), regulándose las obligaciones del titular de cada cuenta y el funcionamiento de éstas. Otras características del Renade son las propias de registros públicos, como la rogación del titular, la prioridad cronológica, el tracto sucesivo y el carácter constitutivo de la inscripción de la transmisión (concepción incorporada en la modificación de la Ley 1/2005 que se operó por el artículo 33 del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo), debiendo destacar, sin embargo, que el artículo 12 atribuye carácter de confidencial a todos los efectos a la información contenida en el Renade excepto la relativa a cuentas, titulares, estado de cumplimiento, haberes y transacciones y porcentaje máximo de empleo de unidades. Por último, los artículos 14 a 19 rigen el procedimiento registral, adjuntándose como anexo al Real Decreto un modelo de “*Contrato de apertura y mantenimiento de cuenta en el Registro Nacional de Derechos de Emisión (Renade) gestionado por (...)*”.

La Disposición Final Tercera de la *Ley 22/2005, de 18 de noviembre, por la que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad de productos energéticos y electricidad y del régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de estados miembros diferentes, y se regula el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea*, modifica la repetida Ley 1/2005, añadiendo un párrafo 6 al artículo 25, indicando que las tarifas que se perciban por la gestión del registro deberán ser objeto de autorización administrativa, a tenor del volumen de derechos inscritos en cuenta.

Interesa recordar que, mediante Acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004, el Gobierno encomendó la llevanza del Renade a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S. A. (IBERCLEAR, dependiente del holding Bolsas y Mercados Españoles, S.A.). El Renade comenzó a actuar en España el 20 de junio de 2005, siendo el séptimo Estado miembro en hacerlo. Según datos publicados por el Renade (v. *Expansión*, 19 de diciembre de 2005, p. 14), hasta noviembre

de 2005 se habían dado de alta más del 50% de los derechos de emisión asignados a España conforme al plan de Kyoto, correspondientes a 246 empresas (representativas del 30% de los derechos), así como una decena de personas físicas, consultoras o intermediarios, esperando que se amplíe con otras 300 empresas al haberse incluido las instalaciones de combustión en el nuevo plan. El Renade es el “eje informático” para la negociación de derechos, que no se realiza en realidad a nivel nacional, sino en el ámbito europeo, siendo por ahora acaparado por los mercados eléctricos de Londres y los países nórdicos.

Por otro lado, debe destacarse el *Real Decreto 1315/2005, de 4 de noviembre, por el que se establecen las bases de los sistemas de seguimiento y verificación de emisiones de gases de efecto invernadero en las instalaciones incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero*. En él se regula pormenorizadamente el sistema de seguimiento y verificación de emisiones. La mencionada Directiva 2003/87/CE encomienda a los Estados miembros que aseguren el seguimiento de las emisiones. En términos sintéticos, el procedimiento de seguimiento y verificación se desarrolla del modo siguiente:

- a) Cada instalación que emita gases de efecto invernadero debe disponer de un **sistema de seguimiento de emisiones**, de acuerdo con las normas que le resulten de aplicación.
- b) El titular de cada instalación debe remitir al organismo autonómico competente, antes del 28 de febrero de cada año, un **informe verificado sobre las emisiones** de gases de efecto invernadero en el año precedente.
- c) Para la verificación de dicho informe se debe recurrir a un **verificador acreditado** por el órgano autonómico competente (lo cual le habilita para actuar no sólo en esa Comunidad Autónoma, sino también en otras, siempre que lo comunique previamente). El verificador debe cumplir los requisitos de competencia, independencia, profesionalidad y capacidad técnica y económica para poder verificar los informes anuales, de acuerdo con las condiciones enumeradas en el artículo 9 del Real Decreto 1315/2005. Para este primer ejercicio, y dada la confesada premura en la tramitación de las normas, los verificadores autorizados en virtud del Reglamento (CEE) 1836/93 (sobre auditoría medioambiental) podrán verificar informes anuales sobre emisiones, hasta el 30 de marzo de 2006.
- d) A su vez, el verificador debe estar acreditado por un **organismo de acreditación**. Este debe ser una entidad, pública o privada, sin ánimo de lucro, designada expresamente por el órgano autonómico compe-

tente para realizar la acreditación, o reconocimiento formal, de la competencia de un verificador. Deberá actuar con independencia, objetividad e imparcialidad, y actuar con solvencia técnica y financiera, de acuerdo con los exigentes requisitos impuestos para su designación y para el ejercicio de sus funciones por los artículos 4 a 8 de este Real Decreto (entre los que se encuentra la suscripción de un seguro de responsabilidad civil con cobertura mínima de tres millones de euros).

- e) Una vez presentado el informe anual verificado sobre las emisiones, el titular de la instalación es responsable (so pena de incurrir en infracción muy grave, sancionada por el artículo 29 de la citada Ley 1/2005 con multa de hasta dos millones de euros, clausura de las instalaciones por un período máximo de dos años, inhabilitación para el ejercicio de las funciones de administrador fiduciario por un período no superior a dos años, y extinción de la autorización o suspensión de ésta por un período máximo de dos años) de someterlo a la conformidad del organismo autonómico, el cual registrará la cifra de emisiones verificadas.
- f) Posteriormente, y **antes del 30 de abril de cada año, el titular de la instalación deberá entregar al registro un número de derechos de emisión equivalente al dato de emisiones verificadas en el año anterior;** para proceder a su cancelación.
- g) La “Comisión de coordinación de políticas de cambio climático” para coordinación y colaboración entre la Administración General del Estado y las comunidades autónomas (Comisión creada por la Ley 1/2005) deberá informar preceptivamente acerca de la normativa de desarrollo sobre los organismos de verificación.

Por su parte, la Comisión Europea llevó a cabo una encuesta acerca del sistema de comercio de derechos de emisión, cuyos resultados publicó el 28 de noviembre de 2005. A tenor de ellos, se ponía de manifiesto que los interesados deseaban más seguridad jurídica y certidumbre a largo plazo, puesto que la implantación del sistema ya estaba afectando a su proceso de toma de decisiones de inversión, en especial sobre tecnologías innovadoras. Además, los cambios deberían ser anunciados con la suficiente antelación, evitando actuar caso por caso. La preocupación esencial de los agentes e implicados en este mercado concierne a los objetivos de reducción de emisiones, las reglas de asignación de derechos y las reglas de entrada de nuevos titulares en el mercado, así como las reglas sobre cierre de instalaciones.

Debe señalarse que el Tribunal de Primera Instancia de las Comunidades Europeas ha anulado, mediante Sentencia de 23 de noviembre de 2005 (Asunto

T-178/05, Reino Unido contra la Comisión), la decisión de la Comisión que declaraba inadmisibile la enmienda propuesta por el Reino Unido en su plan nacional de asignación de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. El Tribunal destaca que, sin perjuicio de la facultad de la Comisión de aprobar los planes nacionales de asignación, la decisión sobre éstos es competencia de los Estados miembros, los cuales pueden incorporar enmiendas, puesto que el objetivo de la Directiva es reducir la emisión de gases de efecto invernadero respetando las necesidades de la economía europea. En especial cuando, como en este caso, el Reino Unido propuso una ampliación provisional de tan sólo 2,7% de sus derechos de emisión asignados (de 736 a 756,1 millones de toneladas de CO₂), sin que la Comisión lograra explicar cómo ese incremento, anunciado siete semanas antes de la apertura del mercado, podía desestabilizar éste.

Asimismo, la Comisión ha publicado, con fecha 22 de diciembre de 2005, la *Comunicación "Orientaciones complementarias para los planes de asignación del período 2008-2012 en el ámbito del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE"* (COM[2005]703 final). Considera que, a la vista de la experiencia del período 2005-2007, los planes de asignación deben ser más transparentes y fáciles de desarrollar. La Comisión advierte que extremará su vigilancia, puesto que el nuevo período de negociación (de 2008 a 2012) coincide con la fase de compromiso para cumplir los objetivos de emisión previstos en el Protocolo de Kyoto. Indica expresamente que *"en la actualidad, parece que Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Eslovenia y España, en particular, no van bien encaminados respecto a sus objetivos de Kioto. En esos Estados miembros deben hacerse más esfuerzos durante el segundo período para cumplir sus objetivos"*, abordando igualmente otros aspectos, como los problemas derivados de la adquisición de derechos de emisión por los propios Estados miembros o la costosa adaptación de las pequeñas instalaciones.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

19. EL NUEVO REAL DECRETO DE EMISIONES: PRINCIPALES NOVEDADES EN MATERIA DE EMISIONES DE VALORES NEGOCIABLES

1. Introducción

Con la transposición parcial de la Directiva 2003/71/CE de Folletos de Oferta Pública o Admisión a Cotización de Valores (**Directiva de Folletos**), mediante el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de mayo, de Reformas Urgentes

para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública (el **RDL**), el legislador español dejó pendiente la reforma sustancial del derecho del mercado de valores que la Directiva de Folletos exigía, con el objeto de facilitar la eficiencia, la transparencia y la competitividad de nuestro mercado financiero.

El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (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 (**RD**), publicado en el BOE de 14 de noviembre de 2005, viene a desarrollar en su integridad las disposiciones que se contenían en la Directiva de Folletos.

El RD regula los requisitos aplicables a las ofertas públicas de venta (**OPV**) y suscripción de valores negociables (**OPS**), a las admisiones y negociaciones de valores negociables en los mercados secundarios oficiales, y a las condiciones para la elaboración, aprobación y distribución de los folletos que deben ser publicados en casos de OPV u OPS y en las admisiones a negociación. Además este RD deroga el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre las Emisiones y Ofertas Públicas de Ventas de Valores (**RD 291/1992**). La presente noticia tiene por objeto realizar una breve exposición del nuevo régimen aplicable a los mercados primarios españoles.

2. Ámbito de aplicación del RD

El ámbito de aplicación del RD se circunscribe a:

- (a) las admisiones a negociación de valores en un mercado secundario oficial español;
- (b) las OPV u OPS, y a los folletos de admisión de OPV u OPS, cuando España sea el denominado Estado Miembro de Origen (**Estado Miembro de Origen**)⁽¹⁾ por darse alguna de las siguientes circunstancias:

(1) No se les aplicará el Capítulo V (relativo al Informe Anual) del Título I (relativo a la Admisión de Valores a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales del RD), ni el art. 17 (relativo al Resumen), ni el Capítulo III (relativo al Régimen Transfronterizo del Folleto) del Título II (relativo al Folleto Informativo) a las OPV y OPS y a las admisiones a negociación en un mercado secundario oficial español de los pagarés en plazo de vencimiento inferior a doce meses y a las ofertas públicas de venta o suscripción de los contratos financieros recogidas en el art. 2.b) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (**LMV**). Asimismo, quedan fuera las operaciones relativas a contratos de futuros y opciones negociados en mercados oficiales, que serán regulados por su normativa específica.

- (i) cuando se trate de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea de al menos 1.000 euros; y
- (ii) de valores no participativos que den derecho a adquirir cualquier valor negociable o a recibir un importe en efectivo como consecuencia de su conversión o del ejercicio de los derechos que confieren.

Adicionalmente también se requerirá:

- S que el emisor tenga su domicilio social en territorio español;
 - S que los valores hayan sido admitidos a negociación o vayan a serlo en mercados secundarios oficiales españoles; o
 - S que los valores se ofrezcan al público en territorio español.
- (c) la emisión de valores participativos ⁽²⁾, siempre y cuando el emisor tenga su domicilio social en territorio español; y
 - (d) la emisión de valores participativos, siempre y cuando el emisor domiciliado en un Estado no miembro de la Unión Europea (UE), el oferente o la persona que solicita la admisión, designe a España como Estado Miembro de Origen.

En este caso, será necesario:

- S que los valores se hayan ofertado al público por primera vez en territorio español después del 31 de diciembre de 2003; o
- S que se haya solicitado admisión a negociación en un mercado secundario oficial español por primera vez.

3. Los nuevos valores negociables y las excepciones

El RD (art. 3) hace una lista *numerus apertus* de valores negociables y define dicho concepto como sigue: “(...) cualquier derecho de contenido patrimonial cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”.

⁽²⁾ Se entienden por valores participativos las acciones y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que esos valores sean emitidos por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor (art. 26 LMV).

Específicamente el RD, ampliando la lista establecida por el Real Decreto 291/1992, considera como valores negociables:

- (a) las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, incluyendo cualquier otro tipo de valores que den derecho a adquirir acciones o su equivalente, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren;
- (b) las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros;
- (c) las obligaciones, incluyendo las obligaciones convertibles y análogos, representativas de parte de un empréstito;
- (d) las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias;
- (e) los valores de titulización;
- (f) las participaciones preferentes;
- (g) las cédulas territoriales;
- (h) los warrants y valores derivados que den derecho a adquirir o a vender cualquier valor negociable o que den derecho a una liquidación en efectivo con referencia a un tipo de interés, a un valor, etc.;
- (i) las participaciones de instituciones de inversión colectiva, aunque no de participaciones de instituciones de inversión colectiva de tipo abierto;
- (j) los certificados que representen acciones o bonos;
- (k) los instrumentos del mercado monetario como pagarés, certificados de depósito y otros valores análogos, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales que no impliquen la captación de fondos reembolsables;
- (l) certificados de transmisión de hipoteca; y
- (m) aportaciones financieras subordinadas de las cooperativas de crédito.

Quedan excluidos expresamente del concepto valor negociable:

- (a) las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada;
- (b) las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples;
- (c) las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase; y
- (d) las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.

4. Admisión de valores a negociación en mercados secundarios oficiales

El Título I del RD regula en términos generales, los requisitos establecidos para la admisión de valores a negociación en mercados secundarios oficiales. Este Título se divide en cinco capítulos:

Capítulo I: Disposiciones generales (arts. 5-7).

Capítulo II: Requisitos de idoneidad relativos al emisor y los valores (arts. 8-10).

Capítulo III: Requisitos de información (arts. 11-13).

Capítulo IV: Excepciones a los Requisitos de Información (art. 14).

Capítulo V: Información anual (art. 15).

En el presente apartado estudiaremos el cumplimiento de los requisitos de idoneidad, relativos tanto al emisor como a los propios valores, para continuar con el estudio de los requisitos de información (apartado 5) y de sus excepciones (apartado 6).

En cuanto al emisor, éste habrá de estar válidamente constituido y habrá de operar conforme a la escritura de constitución y sus estatutos (arts. 8.2 RD y 25.3 LMV).

En cuanto a los valores, éstos habrán de cumplir los siguientes requisitos (art. 9 RD):

- (a) respetar el régimen jurídico al que estén sometidos;
- (b) estar representados por medio de anotaciones en cuenta;
- (c) ser libremente transmisibles (se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores);
- (d) cuando se realice una oferta pública con carácter previo a la admisión de los valores, la primera admisión no podrá realizarse antes de que finalice el período de suscripción, salvo en el caso de valores no participativos para los que no exista un período cerrado de suscripción, de modo que las sucesivas emisiones y admisiones de los valores sean llevadas a cabo de manera continuada durante el plazo de vigencia del folleto informativo;
- (e) el importe total de los valores de cada emisión cuya admisión a negociación se solicite será como mínimo

- S En el caso de acciones, 6.000.000 euros, calculado como el valor esperado de mercado.
 - S En el caso de valores de deuda, 200.000 euros, calculado como valor nominal de la emisión ⁽³⁾.
 - S No se exigirá importe mínimo para el resto de valores.
- (f) cuando se solicite la admisión a negociación de acciones en una Bolsa de Valores será necesario que, con carácter previo o, a más tardar, en la fecha de admisión a negociación, un número suficiente de tales acciones se encuentre en manos de un número relevante de accionistas no significativos, en uno o más Estados miembros de la UE (o en Estados no miembros de la UE, en el caso de que las acciones coticen en estos últimos) ⁽⁴⁾.
- (g) cuando se solicite la admisión de acciones a negociación en una Bolsa de Valores, la solicitud deberá referirse a su totalidad. No obstante lo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**), atendiendo a las circunstancias del caso, podrá permitir que determinadas acciones no sean admitidas a negociación. La solicitud de admisión a negociación de valores de deuda deberá comprender a todos los valores de una misma clase.
- (h) la admisión a negociación de obligaciones convertibles o canjeables y obligaciones con warrants exigirá que las acciones a las que se refieren hayan sido anteriormente admitidas a negociación, o vayan a admitirse simultáneamente, en una Bolsa de Valores española, o en otro mercado regulado domiciliado en la UE, en otros mercados similares domiciliados en países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) o en aquellos otros que la CNMV estime como equivalentes.

(3) Los importes señalados no se aplicarán cuando ya estén admitidos a negociación valores de la misma clase. En el caso de emisiones continuadas de valores de deuda, se calculará respecto del importe global del programa. Adicionalmente, la CNMV podrá admitir acciones y valores de deuda que no alcancen los importes mínimos indicados con anterioridad, cuando considere que queda garantizada la existencia de un mercado suficientemente líquido para la negociación de dichos valores, mediante la exigencia de la suscripción de contratos de contrapartida, etc.

(4) Este requisito no resultará de aplicación cuando las acciones vayan a distribuirse al público a través de una Bolsa de Valores y siempre que la CNMV considere que la Bolsa realizará la difusión a corto plazo. Se considerará que existe una distribución suficiente si al menos el 25% de las acciones, respecto de las cuales se solicita la admisión, están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase, y a su grado de distribución entre el público.

5. Requisitos de información

Los requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español son (art. 11 RD, art. 26.1 LMV) similares o los establecidos en el art. 5 del derogado RD 291/1992, si bien desaparece el deber de presentación y registro de una comunicación previa. Los requisitos ahora exigidos son:

- (a) la aportación y registro de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable al emisor;
- (b) la aportación y registro de los documentos que acreditan la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, sea española o extranjera, en la CNMV; y
- (c) la aportación, aprobación y registro de un folleto informativo en la CNMV y su posterior publicación.

5.1. Los estados financieros auditados

En relación con la aportación y registro de los estados financieros del emisor, en el caso de valores participativos, el emisor deberá aportar a la CNMV los estados financieros individuales, y en su caso, consolidados de los últimos tres años auditados de acuerdo con la legislación del emisor. Si se trata de otros valores, el emisor deberá aportar a la CNMV los estados financieros individuales y, en su caso, consolidados de los últimos dos años auditados.

No obstante, existen tres excepciones:

- (a) que el emisor sea un vehículo de objeto especial, es decir, un emisor cuyos objetivos y fines sean fundamentalmente la emisión de valores, y los valores a los que se refiera la admisión sean valores de titulización, o bien sean valores que estén garantizados, siempre que el garante haya publicado cuentas anuales auditadas que cubran los tres últimos ejercicios;
- (b) que el emisor solicite la admisión de sus valores a negociación en el segmento especial denominado Nuevo Mercado creado por la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999;
- (c) que la CNMV así lo decida en interés del emisor o de los inversores, siempre que entienda que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre el emisor y sobre los valores cuya admisión a negociación se solicita.

5.2. El folleto informativo (arts. 13 y 16-37 del RD):

Un folleto informativo debe ser aportado, aprobado y registrado en la CNMV, y posteriormente publicado para cualquier admisión a negociación de un valor negociable.

6. Excepciones a los requisitos de información

No quedan sujetos a ninguno de los requisitos de información los valores emitidos ⁽⁵⁾ por:

- (a) el Estado Español, sus Comunidades Autónomas o por sus entidades locales;
- (b) cualquier otro Estado miembro de la UE;
- (c) organismos públicos internacionales de los que forman parte uno o más Estados miembros de la UE;
- (d) el Banco Central Europeo;

⁽⁵⁾ A su vez, el art. 6 del RD 291/1992 establecía determinadas excepciones generales al cumplimiento de los mencionados requisitos:

a) Emisiones de valores del Estado, de las Comunidades Autónomas, de las entidades locales y de los organismos autónomos dependientes de uno u otras, así como las del Banco de España, el Banco Central Europeo y los Bancos centrales nacionales integrantes del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

b) Emisiones de valores con plazo de reembolso igual o inferior a doce meses que realicen las entidades a que se refieren los apartados a) y b) del párrafo segundo del art. 76 LMV, siempre que dichos valores se negocien exclusivamente entre la entidad emisora y su clientela.

c) Emisiones de valores con plazo de reembolso igual o inferior a doce meses que realicen entidades de crédito dirigidas exclusivamente a inversiones institucionales.

d) Emisiones de acciones de Sociedades Anónimas, cuando se produzcan con ocasión de su fundación simultánea.

e) Emisiones de valores que vengan exigidos por el ejercicio de facultades de conversión de otros valores, o por el ejercicio de derechos de opción, siempre que en la emisión de dichos valores convertibles o de dichas opciones se hubieran cumplido los requisitos establecidos en el presente Real Decreto.

f) Emisiones de participaciones en Fondos de Inversión de cualquier naturaleza, sin perjuicio de lo que resulte de la legislación sobre instituciones de Inversión Colectiva, o de cualquier otra legislación especial.

g) Emisiones de valores específicos del mercado hipotecario nominativos emitidos singularmente que, de acuerdo con su configuración jurídica, estén destinados a ser adquiridos por inversores institucionales o profesionales, y no sean susceptibles de suscripción o ulterior adquisición por el público no especializado.

h) Emisiones de pagarés que sean librados singularmente.

- (e) los Bancos centrales de los Estados miembros de la UE; o
- (f) las personas jurídicas domiciliadas en el Estado español y creadas por una ley especial, cuando sus valores estén garantizados irrevocablemente e incondicionalmente por el Estado español (por ejemplo el Instituto de Crédito Oficial, ICO, de conformidad con el Real Decreto 709/1999, de 30 de abril, cuyo párrafo 4.º del Título VII establece la garantía estatutaria del Estado español sobre cualesquiera emisiones del ICO, garantía que tendrá el carácter de explícita, irrevocable e incondicional).

7. El folleto informativo

7.1. Contenido

El art. 27 LMV relativo al contenido del folleto informativo ha sido desarrollado por el Capítulo I del Título II del RD (arts. 16-23).

El folleto, que deberá ser suscrito por una persona con el suficiente poder para obligar a la entidad, deberá contener información (art. 16 RD) relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la UE. Esta información deberá ser, según la naturaleza del emisor y de los valores, bastante para permitir a los inversores evaluar (a) los activos y pasivos del emisor; (b) su situación financiera; (c) beneficios y pérdidas; (d) perspectivas; (e) las perspectivas del garante, en su caso; y (f) los derechos inherentes a los valores objeto de la emisión, todo ello de manera fácil y comprensible.

7.2. El Resumen

El folleto habrá de contener un Resumen (el **Resumen**) (art. 17 RD), que sustituye al desaparecido tríptico. Sus características principales son las siguientes:

- debe ser breve y elaborado con un lenguaje no técnico para facilitar su lectura por los inversores;
- deberá recoger las características del emisor (y en su caso de los garantes) y expondrá las características de los valores, de los riesgos asociados al emisor, los garantes y los valores; y
- no será obligatorio incluir un Resumen para la admisión a negociación, en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la UE de las emisiones de valores no participativos con un valor nominal unitario mínimo de 50.000 euros aprobadas por la CNMV.

7.3. Novedades en cuanto a los tipos de folletos

El nuevo RD contempla dos formatos posibles de folleto que podrá consistir en un único documento o en varios documentos separados: [una Nota sobre los Valores (la **Nota sobre los Valores**), un Documento de Registro (el **Documento de Registro**) y el ya mencionado Resumen].

- (a) El Documento de Registro será un documento que contenga la información sobre el emisor, según lo dispuesto en el art. 27.1 LMV. Además como novedad se incluye la posibilidad de que los estados financieros auditados del emisor puedan ser considerados por la CNMV, a petición del emisor, como el Documento de Registro (si bien la CNMV podrá requerir una tabla de equivalencia al emisor que le permita localizar fácilmente en los estados financieros auditados la información requerida en el Documento de Registro). El Documento de Registro sustituye al Folleto Continuado que se emitía al amparo del RD 291/1992.
- (b) La Nota sobre los Valores deberá recoger la información relativa a los valores objeto de la emisión, y será el documento que venga a sustituir al Folleto deducido.

Esta nueva regulación también contempla la existencia de un Folleto de Base (**Folleto de Base**) (que sustituye al Folleto Reducido de Programa) y un Suplemento al Folleto (**Suplemento al Folleto**):

- (a) en caso de valores no participativos y warrants de cualquier tipo o valores participativos emitidos por una entidad de crédito, de manera continuada o reiterada, se puede elaborar un Folleto de Base que contendrá toda la información necesaria (menos las condiciones finales de la oferta que se recogerán en un documento separado y no serán objeto de aprobación por parte de la CNMV);
- (b) cualquier nuevo factor material y cualquier inexactitud o error material que se observe dentro del período de tiempo transcurrido entre la aprobación del folleto y el comienzo de la negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la UE, y que pudiera afectar a la evaluación de los valores por los inversores, puede ser plasmado en un Suplemento al Folleto. Además los inversores podrán, en virtud de dichos cambios, retirar su oferta de compra.

7.4. Novedades en el idioma del folleto

En referencia al idioma del folleto, el RD presenta una novedad para la legislación española: la libertad de elección del idioma en que debe estar redactado el folleto. Así, se podrá redactar el folleto en castellano, en un idioma habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (por ejemplo, el inglés) o en otro idioma aceptado por la CNMV.

De cualquier manera, ha de señalarse que dicha libertad no es del todo absoluta, debido a que el RD ha establecido determinadas pautas a seguir en el momento de la elección del idioma, que varían según el supuesto ante el que nos encontremos (art. 23):

- (a) *admisiones a negociación en un mercado secundario oficial español*: en castellano, en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la CNMV;
- (b) *admisiones a negociación en uno o varios mercados regulados domiciliados en uno o más Estados miembros de la UE distintos del Estado español*: en una lengua aceptada por las autoridades competentes de todos los Estados miembros de acogida, o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (sin perjuicio de lo anterior, la persona que solicite la admisión deberá traducir el Resumen a la lengua o lenguas oficiales de cada Estado miembro de acogida, si así lo requieren las autoridades competentes de éstos);
- (c) *admisiones a negociación en un mercado secundario oficial español y en uno o más mercados regulados domiciliados en la UE*: en una de las lenguas mencionadas en el anterior apartado (a) y, a elección de la persona que solicite la admisión, en una lengua aceptada por las autoridades competentes de todos los Estados miembros de acogida, o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (sin perjuicio de lo anterior, la persona que solicite la admisión deberá traducir el Resumen a la lengua o lenguas oficiales de cada Estado miembro de acogida, si así lo requieren las autoridades competentes de éstos);
- (d) *admisiones a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la UE de valores no participativos cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 euros*: en una lengua aceptada por la CNMV y por las autoridades competentes de todos los Estados miembros de acogida, o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales (sin perjuicio de lo anterior, la persona que solicite la admisión deberá traducir el Resumen a la lengua o lenguas oficiales de cada Estado miembro de acogida, si así lo requieren las autoridades competentes de éstos).

7.5. Aprobación, registro, publicación, publicidad y validez del folleto informativo (arts. 24-28 RD)

El folleto debe ser aprobado por la CNMV antes de poder ser publicado. La aprobación del folleto es “un acto positivo de la CNMV” que consiste fundamentalmente en el análisis de la “suficiencia de la información”, con base en el art. 24 RD. De esta forma la CNMV se asegurará de que la información sea comprensible, coherente y de que contenga los requisitos mínimos exigidos para permitir que un inversor pueda tomar una decisión informada sobre los valores.

El plazo máximo para la aprobación del folleto será de diez días a partir de su presentación. Dicho plazo podrá ser interrumpido en el caso de que la CNMV precise información adicional. Los plazos podrán ser inferiores si así lo establece la Comisión. La CNMV comunicará su aprobación, su petición de información adicional, o su desestimación a la persona que haya solicitado la admisión a negociación. La falta de resolución expresa tendrá el carácter de silencio negativo.

Una vez aprobado el folleto, deberá ser registrado en el correspondiente registro administrativo y puesto a disposición del público de manera gratuita (a más tardar, en el momento de solicitar la admisión a negociación). En todo caso el contenido y formato del folleto deberá ser idéntico al contenido y formato aprobado por la CNMV (u otra autoridad competente de la UE en su caso).

La publicación del folleto o la “puesta a disposición del público” podrán ser llevadas a cabo mediante los siguientes medios, a elección de la persona que haya solicitado la admisión a negociación:

1. En uno o más periódicos distribuidos en los Estados miembros en que se solicita la admisión a negociación, o en uno o más periódicos que tengan una distribución amplia en dicho Estado miembro.
2. En formato impreso en:
 - (a) las oficinas del mercado en el cual se solicita la admisión a negociación de los valores objeto de la oferta; o
 - (b) los domicilios sociales de los emisores; y
 - (c) las oficinas de los intermediarios financieros que coloquen los valores, incluidos los agentes de pago.
3. En formato electrónico.

La CNMV publicará una lista de todos los folletos que hayan sido aprobados en su página web durante los doce meses de vigencia del folleto. Durante

este período, la CNMV tiene la opción de publicar íntegramente los folletos aprobados y un “link” con la página web del emisor o con el mercado donde se encuentre el folleto.

Si el folleto está puesto a disposición del público mediante su publicación en un formato electrónico, la persona que solicita la admisión a negociación debe entregar gratuitamente una copia impresa a cualquiera de los inversores que así lo soliciten.

Los folletos, incluidos los Folletos Base, serán válidos durante doce meses desde la fecha de su publicación (excepto en el caso de valores no participativos emitidos por una entidad de crédito de manera continua o reiterada, en que el folleto será válido hasta que no haya más emisiones continuas o reiteradas de los valores objeto del folleto en cuestión).

La publicidad de la admisión a negociación puede ser difundida al público “por cualquier persona interesada” y mediante “cualquier medio de comunicación y en cualquier momento”:

- (a) la publicidad debe declarar que un folleto ha sido publicado o que será publicado y debe indicar dónde puede ser obtenido dicho folleto;
- (b) la publicidad debe ser claramente reconocible como publicidad;
- (c) la información contenida en la publicidad no puede ser “inexacta o engañosa”;
- (d) debe ser coherente con respecto a la información que es o será contenida en el folleto;
- (e) si un folleto no es requerido, cualquier información difundida por un emisor o por un agente a unos inversores cualificados a quien la oferta vaya exclusivamente dirigida debe difundirse a todos los inversores cualificados o inversores de la misma categoría; y
- (f) aunque la publicidad no tiene que ser aprobada por la CNMV, las partes interesadas deberán poner el material publicitario a disposición de la misma. A estos efectos se consideran como partes interesadas:
 - (i) la persona que solicita la admisión a negociación; o
 - (ii) los intermediarios financieros que participan en la colocación o el aseguramiento de los valores.

7.6. Nuevas excepciones parciales a la publicación del folleto informativo

El RD contiene una nueva ⁽⁶⁾ lista de valores negociables que quedan exentos de cumplir con la obligación de publicar un folleto informativo:

- (a) acciones que representen, durante un período de doce meses, menos del 10% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a negociación en el mismo mercado;
- (b) acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase ya admitidas a negociación en el mismo mercado, si la emisión de tales acciones no supone ningún aumento del capital emitido;
- (c) valores ofrecidos como pago en relación con una oferta pública de adquisición, a condición de que se disponga de un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria;
- (d) valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión, siempre que se facilite un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria;

(6) En el art. 7 del RD 291/1992 se planteaban varias excepciones parciales a la aplicación de los requisitos de verificación y registro por la CNMV de los informes de auditoría y de las cuentas anuales del emisor, y de la verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo sobre la emisión proyectada siempre que no se tratase de valores de igual naturaleza y análogas características que otros del mismo emisor admitidos a negociación en un mercado secundario oficial u organizado no oficial establecido en territorio nacional, para las emisiones u ofertas siguientes:

- a) Las de valores dirigidas exclusivamente a inversores institucionales que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables. Los adquirentes no podrán transmitir tales valores a sujetos diferentes de los señalados en esta letra.
- b) Las dirigidas a un número de inversores inferior a cincuenta.
- c) Las dirigidas a los trabajadores o jubilados de la entidad emisora o de su grupo.
- d) Aquéllas cuyo importe total sea inferior a mil millones de pesetas, habiéndose de tener en consideración que quedan fuera de aplicación de este precepto aquellas emisiones que a lo largo de un período de doce meses consecutivos, aun siendo su importe inferior a 1.000 millones, sumadas superen dicha cifra.
- e) Aquéllas cuyo precio efectivo unitario o desembolso mínimo exigible sea igual o superior a veinticinco millones de pesetas, y cada inversor tenga que desembolsar al menos esa cifra.
- f) Las de acciones totalmente liberadas o de valores ofrecidos en canje de otros de la misma sociedad, sin que el proceso de canje aumente el capital de la sociedad, ni entrañe modificación sustantiva de los valores.
- g) Las de acciones exigidas por procesos de fusión o escisión.

- (e) acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquéllas por las que se pagan los dividendos, siempre que las citadas acciones sean de la misma clase de aquellas que ya han sido admitidas a negociación en el mismo mercado y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones, y los motivos y detalles de la oferta;
- (f) valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados actuales o antiguos por su empleador o por una empresa de su grupo, siempre que los citados valores sean de la misma clase que los que ya han sido admitidos a negociación en el mismo mercado, y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de los valores, y los motivos y detalles de la oferta;
- (g) acciones resultantes de la conversión o el canje de otros valores o del ejercicio de los derechos conferidos por otros valores, a condición de que dichas acciones sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a negociación en el mismo mercado;
- (h) valores ya admitidos a negociación en otro mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la UE, con las siguientes condiciones:
 - S que dichos valores, o valores de la misma clase, hayan estado admitidos a negociación en ese otro mercado durante más de dieciocho meses;
 - S que, para los valores admitidos por primera vez a negociación después del 31 de diciembre de 2003, la admisión a negociación en ese otro mercado haya estado asociada a un folleto aprobado y puesto a disposición del público de conformidad con el art. 25 RD;
 - S que, excepto en caso de aplicarse el inciso anterior, para los valores admitidos por primera vez a negociación después del 30 de junio de 1983, el folleto fuera aprobado de conformidad con los requisitos establecidos en las normas aprobadas por los Estados miembros para la transposición de la Directiva 80/390/CEE del Consejo, de 17 de marzo de 1980, *sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables* o de la Directiva 2001/34/CE;

- S que se hayan cumplido las obligaciones derivadas de la negociación en ese otro mercado;
 - S que la persona que solicite la admisión de dichos valores ponga a disposición del público un Resumen en castellano; y
 - S que el Resumen se ponga a disposición del público en territorio español a través de cualquiera de los medios previstos para la publicación del folleto informativo.
- (i) valores no participativos emitidos por una autoridad regional o local de un Estado miembro de la UE;
 - (j) valores incondicional e irrevocablemente garantizados por el Estado español.

8. El nuevo régimen transfronterizo de folletos

El RD ha implementado el proceso de agilización en la tramitación transfronteriza de folletos informativos. Mediante este cauce administrativo se acoge (Estado Miembro de Acogida) un folleto emitido en otro Estado Miembro (Estado Miembro de Origen), de forma que sólo será necesario, para la utilización transfronteriza del folleto, su aprobación por la autoridad competente del Estado Miembro de Origen, y la emisión de una notificación por dicha autoridad dirigida a la del Estado Miembro de Acogida, señalando que el folleto ha sido elaborado según el régimen establecido en la Directiva de Folletos. Esta notificación deberá ir acompañada de una copia de dicho folleto y, si procede, de la traducción del Resumen (que será responsabilidad del emisor o de la persona responsable de la elaboración del folleto).

El procedimiento será recíproco para los emisores de Estados Miembros que quieran comercializar sus valores en España. Los arts. 30 y 31 RD contienen reglas especiales para la utilización transfronteriza de folletos de emisores no domiciliados en la UE.

9. Responsabilidad por el contenido del folleto

El capítulo IV del RD (arts. 32 a 37) regula la responsabilidad que se desprende de la emisión de un folleto y las personas responsables de su contenido. Este aspecto ha sido extraordinariamente novedoso al incluir a personas a las que el régimen del RD 291/1992 no atribuía dicha responsabilidad, o al menos no de forma tan explícita. Esta responsabilidad recae sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español. También recae sobre el garante en relación con la información que ha de elaborar, y sobre la entidad directora en relación con sus

deberes de comprobación. Además, son responsables del contenido del folleto las personas que aceptan asumir responsabilidad por el folleto (si así lo indica el folleto) y las demás personas que hayan autorizado total o parcialmente su contenido.

El emisor u oferente no podrá oponer al inversor de buena fe hechos que no constan en el folleto. A estos efectos, se considera que consta en el folleto toda la información que está incorporada por referencia.

La responsabilidad no recaerá sobre las personas que presten su asesoramiento profesional sobre el contenido del folleto, por ejemplo, los asesores legales.

Las personas responsables del folleto estarán obligadas a indemnizar por daños y perjuicios a las personas que hayan adquirido los valores de buena fe, durante el período de vigencia del folleto, cuando éste contenga información falsa o contenga omisiones de datos relevantes, siempre y cuando la información falsa y/o la omisión no haya sido corregida mediante un Suplemento al Folleto o mediante la difusión de la información en el mercado.

10. Ofertas públicas de venta o de suscripción de valores

Una pieza clave dentro del nuevo régimen de emisiones de valores negociables es la definición de una OPV u OPS de valores negociables. La definición es una mera transposición de la definición recogida en la Directiva de Folletos: “... *la oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores.*”

De esta definición quedan excluidas las ofertas que según el art. 30 bis 1.c) LMV no son Ofertas Públicas. Estas ofertas son:

- (a) valores ofrecidos exclusivamente a inversores cualificados (*Inversores Cualificados*), término éste novedoso que incluye:
 - (i) inversores institucionales: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades de seguros, etc.);
 - (ii) gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales (por ejemplo, el Banco Central Europeo o el Fondo Monetario Internacional);
 - (iii) personas jurídicas que no son PYMES y PYMES que hayan expresamente solicitado ser consideradas como Inversores Cualificados; y

(iv) personas físicas residentes en España que expresamente hayan solicitado ser consideradas como Inversores Cualificados cuando cumplan con al menos dos de los tres requisitos siguientes:

S que el inversor haya realizado por lo menos una media de diez inversiones con un volumen significativo durante los últimos cuatro trimestres;

S que la cartera del inversor tenga un volumen de más de 500.000 euros; y

S que el inversor trabaje o haya trabajado en el sector financiero por lo menos durante un año en una posición que requiera conocimientos financieros.

(b) valores emitidos u ofrecidos a cien inversores o menos (sin incluir a los Inversores Cualificados) en España;

(c) emisiones por importe inferior a 2.500.000 euros en un plazo de doce meses;

(d) emisión donde el valor nominal es igual o superior a 50.000 euros.

Otra de las novedades incorporadas por el RD consiste en que a partir de ahora cualquier reventa de valores será considerada como una oferta separada. El RD 291/1992 establecía que cualquier venta de valores que quedaba exenta de la publicación de un folleto (por ejemplo, a inversores institucionales), sólo podía ser revendida a compradores del mismo tipo (a otros inversores institucionales).

Se plantea la duda de cuál es la regulación aplicable a las ofertas donde el oferente inicial hace su oferta sólo a Inversores Cualificados pero con el conocimiento de que éstos revenderán los valores a sus clientes. Con la nueva legislación se considera la cuestión de si estas reventas pudieran ser consideradas ofertas públicas. Si el revendedor no cumple con las normas aplicables a ofertas públicas y el oferente inicial tenía conocimiento de su intención de revender los valores, se puede argumentar que nos encontramos ante un fraude de ley.

En relación con el folleto de una OPV de valores negociables hay una serie de especialidades:

(a) el plazo máximo de diez días para la aprobación del folleto es de veinte días hábiles;

(b) en el caso de valores garantizados, el garante tendrá que proporcionar información sobre sí mismo como si fuera el emisor del mismo tipo de valor que es objeto de la garantía;

- (c) la OPV podrá fraccionarse en tramos sucesivos o mediante ampliaciones, sin que sea necesario un nuevo folleto durante los doce meses de vigencia del folleto; y
- (d) en el caso de OPV de una clase de acciones aún no admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la UE que vaya a ser admitida a negociación por primera vez, el folleto deberá estar disponible por los menos seis días hábiles antes del final de la oferta.

Las excepciones a la obligación de publicar un folleto de oferta pública se contienen en el art. 41 RD:

- (a) acciones emitidas en sustitución de acciones de la misma clase ya emitidas, si la emisión de dichas acciones no supone un aumento del capital emitido;
- (b) valores ofrecidos como pago en relación con una oferta pública de adquisición (**OPA**), a condición de que se disponga de un documento informativo que la CNMV considere equivalente a un folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria;
- (c) valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados en relación con una fusión, a condición de que se disponga de un documento informativo que la CNMV considere equivalente a un folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria;
- (d) acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquéllas por las que se pagan los dividendos, siempre que se disponga de un documento informativo sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta;
- (e) valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados actuales o antiguos por su empleador o por una empresa de su grupo, si son de la misma clase que valores ya admitidos a negociación, siempre que se disponga de un documento informativo sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta;
- (f) valores no participativos emitidos por: el Estado español, sus Comunidades Autónomas o sus entidades locales; un Estado miembro de la UE o una de sus autoridades regionales o locales; organismos públicos internacionales de los que formen parte uno o más Estados miembro de la UE; el Banco Central Europeo; los bancos centrales de los Estados miembros;

- (g) las acciones de bancos centrales de los Estados miembros;
- (h) valores incondicional e irrevocablemente garantizados por el Estado Español;
- (i) valores de deuda emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, siempre y cuando estos valores cumplan las condiciones que recoge el art. 41.1.i) ⁽⁷⁾
- (j) valores de deuda emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe total de la oferta sea inferior a cincuenta millones de euros, cuyo límite se calculará con respecto a un período de doce meses, siempre y cuando estos valores cumplan las condiciones que recoge el art. 41.1.j) ⁽⁸⁾.

Una vez terminado el período de oferta pública, el emisor u oferente debe remitir la información sobre los resultados de la oferta a la CNMV para su publicación.

11. Facultades otorgadas a la CNMV

De conformidad con lo dispuesto en el art. 85 LMV, la CNMV podrá recabar toda la información que estime pertinente sobre las materias relacionadas con la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de OPV u OPS, y del folleto exigible a tales efectos (desarrollado en el Título IV del RD). Igualmente podrá realizar cuantas inspecciones resulten necesarias y requerir al emisor que publique toda la información material que estime importante y que pudiera afectar a la valoración de los valores admitidos a negociación en mercados regulados, para asegurar la protección del inversor y/o el buen funcionamiento del mercado. Así mismo podrá exigir el cese o rectificación de la publicidad que resulte contraria a las normas aplicables a ésta.

⁽⁷⁾ “(i) no sean subordinados, convertibles o canjeables;
(ii) no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores;
(iii) no estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio;
(iv) materialicen la recepción de depósitos reembolsables; y
(v) estén cubiertos por un sistema de garantía de depósitos conforme a las normas aprobadas por los Estados miembros para la transposición de la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.”

⁽⁸⁾ “(i) no sean subordinados, convertibles o canjeables;
(ii) no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores; y
(iii) no estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio.”

La CNMV está facultada en el ejercicio de sus competencias, para acordar la adopción de las siguientes medidas de carácter provisional:

- (a) suspender una oferta pública o admisión a cotización por un período-período máximo de diez días hábiles consecutivos en cada ocasión;
- (b) prohibir o suspender anuncios publicitarios, por un período máximo de diez días hábiles consecutivos en cada ocasión; y
- (c) prohibir una oferta pública.

Y, de conformidad con los arts. 33 y 34 LMV:

- (a) suspender la negociación de un valor en un mercado secundario oficial español por un período máximo de diez días hábiles consecutivos en cada ocasión;
- (b) pedir que los órganos rectores de los mercados correspondientes suspendan la negociación de un valor; y
- (c) excluir un valor de la negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado si se descubre que las normas del régimen aplicable han sido incumplidas.

El RD concluye con:

- (a) *dos disposiciones adicionales*: una relativa a la codificación de los valores y otra maniatando a las sociedades rectoras de la Bolsa de Valores para que en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor del RD adopten sus reglas propias para la admisión a negociación;
- (b) *tres disposiciones transitorias*;
- (c) *una disposición derogatoria* por la que se deroga el RD 291/1992, el Capítulo V del Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por RD 1506/1967, de 30 de junio (con la excepción de los arts. 48.1 y 49) y cualesquiera normas de igual o inferior rango que se opusieran a lo dispuesto en el RD;
- (d) *cuatro disposiciones finales*: la primera relativa a la incorporación parcial de la Directiva de Folletos, la segunda relativa al título competencial, la tercera habilitando al Ministerio de Economía y Hacienda para dictar desarrollo reglamentario adicional, y la cuarta a la entrada en vigor, que se producirá en la fecha siguiente de su publicación.

Luis de Valle y Teresa Martín

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— **NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA**

BAUMS, T./CAHN, A., *Die Europäische Aktiengesellschaft. Umsetzungsfragen und Perspektiven*, Berlín (2004), 176 pp.

CRESPI, A., “Riforma societaria e diritto comunitario”, en *Rivista delle Società* fasc. 4 (2005), p. 710.

— **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

CAJAS DE AHORROS

CAÑABATE POZO, R., “Las cuotas participativas y el gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros”, en *RdS* n.º 24 (2005), p. 175.

COOPERATIVAS DE CRÉDITO

ZOPPINI, A., “I gruppi cooperativi (modelli di integrazione tra imprese mutualistiche e non nella riforma del diritto societario)”, en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2005), p. 760.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

KRAUSKOPF/FREIMUTH, “Vorzeitige Abberufung von Vorstandsmitgliedern der Deutschen Bundesbank”, en *WM* n.º 28 (2005), p. 1297.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

PROCTOR, C., “Regulatory Liability for bank failures, the Peter Paul case, CJCE, 12 october 2004, C-222/02, Peter Paul v/ Bundesrepublik Deutschland”, en *Euredia* n.º 1 (2005), p. 73.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ACEBES CORNEJO, R., “Los contratos vinculados en la Ley de Crédito al Consumo”, en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 54 (2005).

BOTANA GARCÍA, G.A., “Cláusulas abusivas en la contratación bancaria”, en *Actualidad Civil* n.º 16 (2005), p. 2018.

GONZÁLEZ VAQUÉ, L., “La Directiva 2005/29/CE relativa a las prácticas comerciales desleales en materia de pro-

tección de consumidores (entre el objetivo de una armonización total y el enfoque de plena armonización)", en *Derecho de los Negocios* n.º 181 (2005), p. 5.

INZITARI, B., "Le Sezioni unitate e il divieto di anatocismo: l'asimmetria contrattuale esclude la formazione dell'uso normativo", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 1.ª (2005), p. 434.

KAISER, R., "La TVA des services financiers: réveiller la belle au bois dormant", en *Euredia* n.º 1 (2005), p. 5.

KOCH, "Mistrade-Klauseln in der AGB-Inhaltskontrolle", en *ZBB* n.º 4 (2005), p. 265.

PARTSCH-BOBRICHEFF, O., "Analysis of the past legal framework for clearing and settlement services, together with some tentative considerations concerning the future", en *Euredia* n.º 1 (2005), p. 15.

SICLARI, D., "Legislazione della nuova economia e disciplina codicistica: la moneta elettronica", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 1.ª (2005), p. 469.

WEI, W., *The Banking Law System in Transitional China. A Comparative Review in the Light of EU Banking Rules*, Zurich (2005), 282 pp.

— **GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

BARILLA, G.B., "Il formalismo nelle garanzie astratte: operazione economica e prospettiva della banca garante", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 2.ª (2005), p. 409.

RODRÍGUEZ PRIETO, F., "Panorama actual de las garantías personales y reales, mobiliarias e inmobiliarias, en el derecho privado español", en *Revista Jurídica del Notariado* VI (extraordinario 2004).

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES Y EN LA UE**

AMOROSINO, S./RABITTI BEDOGNI, C., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milán (2004), XXIV-498 pp.

ANNUNZIATA, F., *La disciplina del mercato mobiliare*, 2.ª ed., Turín (2004), XIV-434 pp.

ASSMANN, H-D/PÖTZSCH, T./SCHNEIDER U.H., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Colonia (2005), 1.700 pp.

BELCREDI, M., "Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni", en *Rivista delle Società* fasc. 4 (2005), p. 853.

BERTRAMS, H., *Die Haftung des Aufsichtsrats im Zusammenhang mit dem Deutschen Corporate Governance Kodex un § 161 AktG*, Berlín (2004), 303 pp.

BESSONE, M., *I mercati mobiliari*, Milán (2002), X-258 pp.

BÖCKLI, C./HUGUENIN, C./DESEMONTET, *Le gouvernement d'entreprise, rapport du groupe de travail en vue de la révision partielle du Droit de la société anonyme*, Lausana (2004), 302 pp.

CAUSSAIN, J.-J., *Le gouvernement d'entreprise, le pouvoir rendu aux actionnaires*, Litec (2005), 161 pp.

CLAUSSEN, C./FLORIAN, U., "Der Emittentenleitfaden", en *Die AktienGesellschaft* n.º 20 (2005), p. 745.

COSTI, R./ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, Padua (2004), XIV-498 pp.

CROMME G., *Corporate Governance Report 2004. Verträge und Diskussionen der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex*, Stuttgart (2004), 317 pp.

DAIGRE, J.-J., "Commentaire des aspects de droit des marchés financiers de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (titre IV)", en *Revue des Sociétés* n.º 3 (2005), p. 559.

FERRARINI, G., "Grandi paghe, piccoli risultati: 'rendite' dei managers e possibili rimedi (a proposito di un libro recente)", en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2005), p. 879.

GRUB/THIEM, "Das neue Wertpapierprospektgesetz-Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland", en *NZG* n.º 18 (2005), p. 750.

HILPISCH, Y., *Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung: Grundlagen der Finanzierung, Wertorientierung und Corporate Governance*, Wiesbaden (2005), 290 pp.

HOLZBORN/ISRAEL, "Das neue Wertpapierprospektrecht", en *ZIP* n.º 38 (2005), p. 1.668.

KAUM/ZIMMERMANN, "Das 'jährliche Dokument' nach § 10 WpPG", en *BB* n.º 27 (2005), p. 1466.

KORT, "Anlegerschutz und Kapitalerhaltungsgrundsatz", en *NZG* n.º 17 (2005), p. 708.

KUTZNER, "Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG-Modernes Strafrecht?", en *WM* n.º 30 (2005), p. 1401.

LARGO GIL, R., "La sociedad anónima europea y el estatuto de la sociedad cotizada", en *RdS* n.º 24 (2005), p. 47.

LENTFER, T., *Einflüsse der internationalen Corporate Governance-Diskussion auf die Überwachung der Geschäftsführung. Eine Kritische Analyse des deutschen Aufsichtsratsystems*, Wiesbaden (2005), 717 pp.

LORENZ, O., *Die Wertpapierbörse und ihr Träger. Ein Beitrag zur Inhaltsbestimmung der Betriebspflicht und zur erwerbswirtschaftlichen Betätigung des Trägers*, Frankfurt (2004), 199 pp.

MAESCH, S., *Corporate Governance in der insolventen Aktiengesellschaft. Die Rechtsstellung, Befugnisse und Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft im Insolvenzverfahren*, Baden-Baden (2005), 291 pp.

MAZZONI, A., "Concorrenza, coordinamento e conflitti tra le regole di mercato", en *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2005), p. 716.

NOTTE, G., "Modification du Code monétaire et financier (Ord. N.º 2005-429, 6 mai 2005)", en *JCP E* (2005), p. 131.

PÉREZ CARRILLO, E., "Gobierno corporativo en EE UU y en Europa: administración, propiedad y auditoría ante la reforma", en *RdS* n.º 24 (2005), p. 139.

PLASSMEIER, "Brauchen wir ein Kapitalanleger-Musterverfahren?-Eine Inventur des KapMuG", en *NZG* n.º 15 (2005), p. 609.

PREUSSNER, "Corporate Governance in öffentlichen Unternehmen", en *NZG* n.º 4 (2005), p. 575.

SCHMITT, R., *Das Unternehmen in der Krise. Insolvenzrecht und Sanierung. Organhaftung und Corporate Governance*, Herzogenrath (2005), 212 pp.

SEITZ, J., "Das neue Wertpapierprospektrecht", en *Die Aktiengesellschaft* n.º 18 (2005), p. 678.

VETTER, "Update des Deutschen Corporate Governance Kodex", en *BB* n.º 33 (2005), p. 1689.

WACKERBARTH, "Investorenvertrauen und Corporate Governance", en *ZGR* n.º 5 (2005), p. 686.

— **OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL**

TIRIO, F., "La Consob e il segreto d'ufficio", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 2.^a (2005), p. 360.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN**

BONNEAU, Th., "Introduction en bourse, sélection des investisseurs par les intermédiaires financiers", en *Droit des Sociétés* (junio de 2005), p. 35.

SCHLITT/SINGHOF/SCHÄFER, "Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen", en *BKR* n.º 7 (2005), p. 251.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

CARIELLO, V., "La 'compensazione' dei danni con i benefici da attività di direzione e coordinamento", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 2.^a (2005), p. 384.

EINSELE, "Das UNIDROIT-Projekt zu intermediärverwahrten Wertpapieren als Konzept zur eine Modernisierung des deutschen Depotrechts", en *WM* n.º 24 (2005), p. 1109.

FRAGOS, "OTC-Wertpapierdarlehensgeschäfte zwischen der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank", en *ZBB* n.º 3 (2005), p. 183.

GARCÍA MANDALONIZ, M., "La publicación por medios electrónicos del folleto informativo en caso de admisión a cotización y Ofertas Públicas de Valores", en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 61 (2005), p. 45.

GRYNBAUM, L., "Ordonnance relative à la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs", en *JCP* (2005), p. 398.

HÖFER, F., *Grenzüberschreitender Online-Wertpapierhandel. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Gemengelage aus nationalen Bank- und Börsenrecht, IT-Recht, internationalem Privatrecht und Europarecht*, Berlin (2004), 338 pp.

MÜLBERT/STEUP, "Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität", en *WM* n.º 35 (2005), p. 1633.

PAECH, "Grenzüberschreitende Wertpapierverfügungen-Rechtssicherheit und Effizienz durch Kompatibilität des Depotrechts", en *WM* n.º 24 (2005), p. 1101.

TRÜSTEDT, A., *Das Verbot von Börsenkursmanipulationen*, Frankfurt (2004), 225 pp.

— **OPERACIONES A PLAZO**

BINDER, "Daytrading als Finanztermingeschäft i.S.d. § 2 Abs. 2a WpHG?", en *ZHR* n.º 4 (2005), p. 329.

OPAs

BUNGERT, "Verlust der Klagebefugnis sur anhängige Anfechtungsklagen nach Wirksamwerden eines Squeeze Out", en *BB* n.º 25 (2005), p. 1345.

CUNOW, A., *Das Trittbrettfahrerproblem bei feindlichen Übernahmen*, Lohmar (2005), 144 pp.

HEIN, "Zur Kodifikation des europäischen Übernahmekollisionsrechts", en *ZGR* n.º 4 (2006), p. 528.

LANGE, M., *Rechtsfragen der Finanzierung eines feindlichen Übernahmeangebots. Am Beispiel der Grossen Publikumsgesellschaft nach US-amerikanischem und deutschem Recht*, Frankfurt (2005), 485 pp.

MORSE, G., "Self regulation of takeovers in Great Britain after the thirteenth directive", en *Company Law Newsletter* n.º 10 (2005), p. 1.

NIPPGEN, A., *Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten. Eine Betrachtung der Grundlagen im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht und der Rechtslage nach dem WpÜG unter Berücksichtigung rechtspolitischer Gebote und der EU-Übernehmerichtlinie*, Herzogenrath (2005), 296 pp.

ROTH, H. P., *Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Verwaltungs- und zivilrechtlicher Rechtsschutz anhand der Angemessenheit der Gegenleistung und der Befreiung von Pflichtangebot*, Hamburgo (2005), 304 pp.

SCHNURBEIN, CVON., "Anfechtung von Squeeze-out-Beschlüssen und Registersperre", en *Die AktienGesellschaft* n.º 19 (2005), p. 725.

SCHOCKENHOFF/SCHUMANN, "Acting in Concert- geklärte und ungeklärte Rechtsfragen", en *ZGR* n.º 4 (2005), p. 568.

VEIL, R./DRINKUTH H., *Reformbedarf im Übernahmerecht. Tagungsband zum Symposium in der Räumen der Bucerius Law School am 4.6.2005*, Colonia (2005), 206 pp.

VOGEL, "Der Handelsbestand im übernahmerecht-Offene Fragen des § 20 WpÜG", en *NZG* n.º 13 (2005), p. 537.

RÉGIMEN DE LOS INSIDER

BOHLKEN/LANGE, "Die Prospekthftung im Bereich geschlossener Fonds nach §§ 13 Abs. 1 Nr. 3, 13a Verkaufsprospektgesetz n.F.", en *DB* n.º 23 (2005), p. 1259.

KULLMANN/SESTER, "Inhalt und Format von Emissionsprospekten nach dem WpPG", en *ZBB* n.º 3 (2005), p. 209.

LENOIR, F., *Prospekthftung in Zusammenhang mit Going Publics*, Zurich (2004), 244 pp.

MERKNER/SUSTMANN, "Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität - Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 'in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin'", en *NZG* n.º 18 (2005), p. 729.

MÖLLERS, "Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG", en *WM* n.º 30 (2005), p. 1393.

RIMBECK, M., *Rechtsfolgen fehlerhaften Ad-hoc Mitteilungen im deutschen und US-amerikanischen Recht*, Munich (2005), 250 pp.

SCHNEIDER, "Die Weitergabe von Insiderinformationen", en *NZG* n.º 17 (2005), p. 702.

SPINDLER/SPEIER, “Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern”, en *BB* n.º 38 (2005), p. 2031.

VOGEL, C., *Vom Anlegerschutz zum Verbraucherschutz. Informationspflichten im europäischen Kapitalmarkt-, Anlegerschutz- und Verbraucherschutzrecht*, Baden-Baden (2005), 293 pp.

VOLK, “Brauchen wir Chinese Walls im Rating Advisory?”, en *ZBB* n.º 4 (2005), p. 273.

— **CAPITAL RIESGO**

CAPRIGLIONE, F., *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari (2004), 214 pp.

PROFETA, V., “La tutela cautelare avverso l’iscrizione nella Centrale d’Allarme Interbancaria: una rassegna di giurisprudenza”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 2.ª (2005), p. 459.

SABATO, F. DI, “Profili giuridici dell’etica negli affari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 1.ª (2005), p. 383.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

FERBER, M., *Vertrauen in die Anlageentscheidung institutioneller Investoren*, Frankfurt (2004), 269 pp.

TÍTULOS VALORES

HOVASSE, H., “Innovations dans le régime des valeurs mobilières”, en *Droit des Sociétés*, mayo de 2005, p. 3.

LECUYER, H., “Usufruit et portefeuille de valeurs mobilières, en Dossier ‘Démembrement: entre doutes et opportunités’”, en *Droit et patrimoine* (mayo 2005), p. 57.

— **EN GENERAL**

AA.VV., “Actions de préférence, Questions de praticiens”, en *JCPE* (2005), p. 1045.

CUSSAIN, J.-J./DEBOISSY, F./WICKER, “Cession de titres de sociétés en liquidation: la personnalité morale subsiste pour les besoins de la liquidation, note sous Cass. com. 16 novembre 2004”, en *JCP E*, I (2005), p. 768.

KLÜWER/MARSCHALL, “Whole Business Securitisation-Die Verbriefung eines Unternehmenscashflows”, en *ZBB* n.º 4 (2005), p. 25.

LEHMANN, “Pflicht zu gesonderter Kennzeichnung von Wertpapieren bei Unternehmensverträgen”, en *ZIP* n.º 34 (2005), p. 1489.

— **VALORES MOBILIARIOS**

GÄTSCH/THEUSINGER, “Naked Warrants als zulässige Finanzierungsinstrumente für Aktiengesellschaften”, en *WM* n.º 27 (2005), p. 1256.

ACCIONES

FERNÁNDEZ RUIZ, J.L., “De nuevo en torno al usufructo de acciones”, en *RdS* n.º 24 (2005), p. 121.

GEBER/ZUR MEGEDE, “Aktienrückkauf-Theorie und Kapitalmarktpraxis

unter Beachtung der Safe-harbor-Verordnung (EG Nr. 2273/2003)", en *BB* n.º 35 (2005), p. 1861.

LANGMANN, C., *Kapitalmarktreaktion auf die Einführung von Aktienoptionsprogrammen. Eine empirische Untersuchung*, Hamburgo (2005), 166 pp.

MARCOS, F., "Autonomía de la voluntad y contravalor del aumento de capital social: ¿Hay algún límite a los aumentos mixtos?", en *Revista Jurídica del Notariado* n.º 52 (2004).

SINGHOF, B./WEBER, C., "Neue kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien", en *Die AktienGesellschaft* n.º 15 (2005), p. 549.

OBLIGACIONES

CARBONE, S.M., "Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere", en *Banca Borsa Titoli di Credito* 4, parte 1.^a (2005), p. 419.

MARÍN DE LA BÁRCENA, FERNANDO, *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Colección Garrigues, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2005, 400 páginas

A pesar de su carácter clásico, el régimen de responsabilidad de los administradores viene mereciendo en los últimos años una importante atención doctrinal, que se traduce en la proliferación de contribuciones al respecto. Dentro de esa abundancia bibliográfica, el libro que reseñamos no es uno más, sino que constituye un más que interesante trabajo sobre el difícil asunto de la acción individual de responsabilidad. Los méritos del libro y los de su autor aparecen descritos en el Prólogo del Prof. Rodríguez Artigas y en la nota introductoria del Prof. Fernández de la Gándara.

A lo que en ambos se indica, poco más cabe añadir. Podemos decir que teniendo en su origen esta publicación la tesis doctoral del autor, excede de un simple trabajo de investigación y el libro constituye una necesaria referencia a la hora de entender cuál es la función que dentro de nuestro Derecho societario cumple la acción individual de responsabilidad. La determinación de esa función se ve precedida por un planteamiento acertado, que a lo largo de la primera parte de la obra va deslindando cada uno de los aspectos esenciales de la responsabilidad de los administradores frente a los socios y frente a los acreedores. La segunda parte de la obra se dedica a lo que el propio autor presenta como “*grupos de casos*”, que permiten exponer de una manera igualmente ordenada las distintas y más frecuentes situaciones de las que parte una reclamación fundada en la responsabilidad frente a aquellos por parte de los administradores. Estamos ante un libro que combina de manera irreprochable el manejo de la doctrina con el de la jurisprudencia y que, por ello, no sólo es un magnífico estudio, sino un instrumento sumamente útil para los que se aproximen al tema elegido.

Juan Sánchez-Calero Guilarte