

EN LOS VEINTICINCO AÑOS DE LA REVISTA

En este número de octubre-diciembre 2005 la Revista lleva la indicación de cien, lo que implica que con él se cumplen veinticinco años desde que en los meses de enero-marzo de 1981 apareció su primer número. Parece lógico que cuantos hacemos esta publicación no podemos dejar pasar la fecha sin manifestar a los que han colaborado en su redacción y a los lectores nuestra satisfacción por haber alcanzado una fecha que significa la realización, durante este período de tiempo, de la labor que nos propusimos al iniciar su publicación. Esta tarea no implica la consecución de una meta final, sino el haber cubierto una determinada etapa que pretendemos continuar durante un largo e indeterminado período de tiempo, una vez que contamos con el impulso que ha supuesto esa primera época.

Una simple ojeada de los sumarios de sus números nos muestra la extraordinaria labor realizada por la Revista en el campo del Derecho bancario y del bursátil. Publicación en cuya denominación se incluyó el calificativo de “bancario” aun siendo conscientes, los que participamos en su fundación, de que habría de ocuparse de las “entidades de crédito” en general e incluso de instituciones que se calificaban ya entonces como “parabancarias”, con incursiones tanto en el Derecho público como en el privado. En la elección de ese término de “bancario” influyó sin duda su sentido tradicional, que servía para expresar el contenido amplio del régimen jurídico de la actividad y de los actos en que se habían de concretar los trabajos que recogiera la nueva Revista. Una problemática similar surgió a la hora de la elección del adjetivo “bursátil” y sobre la conveniencia de usarlo o de preferir el de “mercado de valores”, cuando pocos meses antes se había publicado el *Informe de la Comisión para el estudio del mercado de valores*, en cuya redacción habíamos participado algunos de los promotores de la idea de la publicación de esta Revista. La concreción y la tradición del término “bursátil”, con una referencia secular a la Bolsa, como mercado secundario de valores por excelencia, fue determinante como criterio para su elección también en este caso.

La extensión creciente del Derecho mercantil, que en su día había sido uno de los motivos que movieron a nuestros Maestros para la fundación en 1946 de la *Revista de Derecho Mercantil*, que ha dado lugar a una publicación excelente y ejemplar, que cumplidos sus sesenta años se mantiene con una vitalidad y lozanía admirables, generó, a su vez, la aparición de revistas especializadas en sectores o parcelas del mismo, como el Derecho industrial e intelectual, de

seguros, de sociedades, marítimo, concursal, etc. En el número primero de esta Revista hacíamos referencia a este fenómeno como una justificación de su nacimiento. El tiempo transcurrido y el desarrollo de la doctrina jurídica española ha facilitado la creación de nuevas publicaciones que se han visto potenciadas por el incremento y la especialización de nuestros estudiosos, así como por el enorme aumento de la masa normativa, alimentada por un legislador desorientado, que es un motivo que coadyuva a una necesaria especialización.

La adhesión de España a la Unión Europea ha implicado, por otro lado, una modificación importante de nuestro ordenamiento a lo largo de estos años. Nos hallamos insertos en un mercado unificado que se ha visto facilitado por las libertades de establecimiento y de prestación de servicios. Ahora bien, la incidencia del Derecho de la Unión Europea se ha percibido, quizá de una manera más relevante que en otros sectores, en el mundo de los servicios financieros en el que se inserta el régimen del Derecho bancario y bursátil, que ha mostrado un dinamismo notable al que ha sido sensible nuestra Revista.

Desde sus inicios, quisimos que fuera vista como un punto de encuentro de todos los interesados en los temas que integraban las materias de las que la Revista se ha ocupado. Creemos que esa pretensión se ha visto atendida cuando miramos al amplísimo elenco de autores que, algunos con especial fidelidad, han tenido a bien acompañar a quienes impulsamos esta publicación como un instrumento para el fomento de la investigación, discusión y conocimiento del Derecho bancario y bursátil español.

Al recordar los veinticinco años de esta Revista, queremos manifestar nuestro propósito de seguir fieles a sus fines procurando en todo momento el mantenimiento de una publicación que ha alcanzado elogios por su nivel académico en España y en muchos países. Por ello es preciso expresar nuestro agradecimiento a todos los que hacen posible su publicación, a los autores que han publicado sus trabajos en la misma, y a nuestros lectores que justifican en definitiva su existencia.

Fernando Sánchez Calero

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

- La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales. *Alberto Javier Tapia Hermida* 9

CRÓNICA

- Gobierno corporativo, transparencia y cajas de ahorros. *Federico Ros Pérez* 71
- La responsabilidad civil derivada del folleto en el ordenamiento portugués y el nuevo artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores (“ex” Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo). *María Isabel Grimaldos García* 141
- La “hipoteca condicionada” como instrumento de garantía en financiaciones complejas. *Fernando Azofra Vegas y Agustín Redondo Aparicio* 177

DOCUMENTOS

- Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia. *Alberto Javier Tapia Hermida* 209

JURISPRUDENCIA

- Dolo como causa de consentimiento viciado y de nulidad del contrato de préstamo para adquirir acciones de la entidad de crédito prestamista. *María de la Sierra Flores Doña* 225

NOTICIAS

1. La armonización por la CNMV de las recomendaciones sobre gobierno corporativo. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 241
2. Aplicación a Sociedades Limitadas del deber de comunicación “ex” artículo 127 ter LSA. *Jaime Baillo Morales-Arce* 242
3. Consulta al ICAC sobre la definición de grupo de sociedades. *Mónica Fuentes* 243
4. Directiva sobre Prácticas Comerciales Desleales. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 243
5. Modificación del régimen del Consejo de Consumidores y Usuarios. *Fernando Barco* 246
6. Modificada la Circular sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. *Alfonso Guilarte Gutiérrez* 247
7. Se prepara una nueva versión de las Reglas y Usos Uniformes Relativos a los Créditos Documentarios de 1993: de las UCP 500 a las UCP 600. *María Jesús Guerrero Lebrón* 248
8. Proceso de reforma del artículo 262.5 LSA en el Proyecto de Ley sobre la Sociedad Anónima Europea. *Fernando Marín de la Bárceña* 250
9. Gran Bretaña: sentencia sobre la diligencia exigible a los consejeros independientes. *Juan Sánchez-Calero Guilarte* 252
10. Informe del Takeover Panel sobre el ejercicio 2004-2005. *Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro* 256
11. Modificaciones en el Reglamento de Auditoría. *Christi Amesti Mendizábal* 258
12. Tercer Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios (convergences and parallelisms in corporate and insolvency law within the USA-EU framework). *Sagrario Navarro Lérída y Alfredo Muñoz García* 260

BIBLIOGRAFÍA

- Bibliografía 271

ARTÍCULOS

LA REGULACIÓN INTERNACIONAL DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS Y DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALES (*)

ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA
*Profesor Titular de Derecho Mercantil
de la Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. ASPECTOS INTRODUCTORIOS.
 - 1. Ámbitos en los que opera la calificación de riesgos.**
 - 2. Funciones que desarrolla la calificación de riesgos en los mercados de valores.**
 - 3. Coyuntura actual de la calificación de riesgos en los mercados de valores.**
 - A) La importancia creciente y la expansión objetiva y geográfica de la calificación de riesgos.
 - B) La crisis de credibilidad de las Agencias de Calificación Crediticia como consecuencia de determinados escándalos financieros.

- II. LA ARMONIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ESTATUTO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.
 - 1. La armonización global en el seno de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.**

(*) Este estudio tiene su origen en sendas ponencias presentadas por su autor a las Jornadas sobre “La calificación de riesgos (ratings) en los Mercados de Capitales Iberoamericanos”, organizadas por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores y celebradas en Antigua, Guatemala, los días 28, 29 y 30 de septiembre de 2005.

- 2. La armonización regional en el Derecho comunitario europeo.**
- 3. Referencia a la regulación de las Agencias de Calificación Crediticia en el Derecho español.**

III. LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS EN LOS MERCADOS DE VALORES: NOCIÓN, TIPOS, CARACTERÍSTICAS Y EFECTOS.

- 1. Notión de calificación de riesgos.**
- 2. Tipos de calificación de riesgos.**

- A) Por su objeto: calificaciones de emisores (públicos y privados) y de valores (de renta fija y de renta variable).
- B) Por sus efectos: calificaciones obligatorias y voluntarias.
- C) Por las relaciones entre los emisores y las Agencias de Calificación Crediticia: calificaciones solicitadas y no solicitadas, participadas y no participadas.

3. Características de la calificación de riesgos.

- A) Características ontológicas.
- B) Características deontológicas.

4. Efectos de las calificaciones de riesgos sobre sus usuarios.

- A) Efectos sobre los emisores.
- B) Efectos sobre los inversores.
- C) Efectos sobre los intermediarios.
- D) Efectos sobre los reguladores.
- E) Efectos sobre las entidades de crédito.

IV. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: SU ESTATUTO JURÍDICO.

- 1. Notión de Agencia de Calificación Crediticia.**
- 2. Tipos de Agencias de Calificación Crediticia.**
- 3. El control público de las Agencias de Calificación Crediticia.**

- A) Autoridades públicas de supervisión de las Agencias de Calificación Crediticia.
- B) Niveles de regulación de las Agencias de Calificación Crediticia: autorregulación vs. regulación pública.
- C) Niveles de reconocimiento internacional de las Agencias de Calificación Crediticia.
- D) Criterios y requisitos de reconocimiento oficial de las Agencias de Calificación Crediticia.

4. **Condiciones de acceso a la actividad de las Agencias de Calificación Crediticia.**
 - A) Requisitos que afectan a su estructura jurídica.
 - B) Requisitos que se refieren a su estructura financiera.
 - C) Requisitos relativos a su estructura técnica.
 5. **Condiciones de ejercicio de la actividad de las Agencias de Calificación Crediticia.**
 - A) Condiciones referidas a sus aspectos jurídicos.
 - B) Condiciones referidas a sus aspectos financieros.
 - C) Condiciones referidas a sus aspectos técnicos.
 6. **La competencia entre las Agencias de Calificación Crediticia.**
 - A) La situación de partida: el oligopolio existente.
 - B) Competencia en el acceso al mercado de calificación: barreras regulatorias y de mercado.
 - C) Competencia durante la permanencia en el mercado de calificación: conductas concertadas y abusos de posición dominante.
- V. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS EN EL MERCADO DE VALORES.
1. **La función reguladora de la responsabilidad.**
 2. **Los presupuestos generales de la responsabilidad.**
 - A) Alcance de las calificaciones.
 - B) Distinción entre obligaciones de medios y de resultado en la actividad típica de las Agencias de Calificación Crediticia.
 - C) La diligencia exigible.
 - D) Actuaciones de las Agencias de Calificación Crediticia y de sus administradores, directivos, analistas y empleados.
 - E) La estructura multinacional de las grandes ACCs y la eventual comunicación de responsabilidades.
 3. **La responsabilidad civil de las Agencias de Calificación Crediticia.**
 4. **La responsabilidad administrativa de las Agencias de Calificación Crediticia.**
 5. **La responsabilidad penal de las Agencias de Calificación Crediticia.**
-

I. ASPECTOS INTRODUCTORIOS

1. Ámbitos en los que opera la calificación de riesgos

La calificación de los riesgos de crédito o solvencia que presentan los emisores de valores o los valores emitidos por ellos tiene una importancia

creciente en los tres sectores en que se divide el mercado financiero a efectos regulatorios: el mercado de valores, el mercado bancario y el mercado de seguros.

Dentro del mercado de valores, la calificación de riesgos es una opinión objetiva y normalizada sobre un emisor o un valor o instrumento financiero que realiza una entidad independiente de su emisor estableciendo el grado de probabilidad de que este último cumpla frente al inversor las obligaciones derivadas de los valores o instrumentos emitidos. Aun cuando la calificación tiene por objeto primordial los valores de renta fija o representativos de deuda (obligaciones y valores derivados) y se centra en el riesgo crediticio (referido a la solvencia de un emisor para cumplir regularmente las obligaciones de pago de intereses y de amortización del principal), también se proyecta sobre los valores de renta variable (acciones y valores derivados) y sus emisores.

En el mercado bancario, la calificación de riesgos se presenta como un método para evaluar la solvencia de las entidades de crédito que es alternativo y más preciso que las tradicionales ponderaciones porcentuales de riesgo⁽¹⁾. En efecto, frente a este sistema genérico y apriorístico de valoración de la solvencia de las entidades de crédito, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en su Acuerdo de junio de 2004 sobre convergencia internacional de medidas y normas de capital (conocido como Basilea II), ha propuesto dos métodos de supervisión de la solvencia —el denominado método estándar y el método basado en calificaciones internas IRB (respecto de las titulizaciones)— que exigen, total o parcialmente, la presencia de agencias externas e independientes calificadoras de riesgo (las denominadas Instituciones Externas de Evaluación del Crédito, “External Credit Assessment Institutions”, ECAIs) para hacer una evaluación más precisa de los riesgos que afectan a aquellas entidades. Según veremos en el epígrafe II, este nuevo método de Basilea II se ha traspuesto al Derecho comunitario mediante la Directiva de Adecuación de Capital de las Entidades de Crédito y las Empresas de Inversión aprobada por el Parlamento Europeo el pasado 28 de septiembre de 2005.

(1) Así, por ejemplo, en el Derecho español, el artículo 26 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras realiza una “ponderación de los elementos de riesgo” a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito que va desde el 0 por 100 para los riesgos frente a la Administración del Estado y el Banco de España hasta el 100 por 100 para los activos reales y los capitales de riesgo de toda clase, cualquiera que sea su emisor.

2. Funciones que desarrolla la calificación de riesgos en los mercados de valores

a) En general, la calificación de riesgos satisface la necesidad de una interpretación profesional e independiente de la información disponible sobre la solvencia de los emisores en el mercado de valores. En tal sentido, debemos partir del hecho de que los valores negociables e instrumentos financieros son bienes de segundo grado cuya valoración exige desarrollar un proceso de acopio de información sobre las circunstancias de sus emisores, las características de los valores en sí y las condiciones de los mercados en los que se negocian. Esta primera fase de acopio de información debe venir seguida por otra de interpretación de la información obtenida y plasmación de la misma bien en opiniones sobre la solvencia del emisor de cara a cumplir los compromisos frente a los inversores que adquieren los valores que emite o bien en forma de recomendaciones de compra, venta o mantenimiento en cartera de determinados valores. Téngase en cuenta que esta interpretación de la información disponible en los mercados de valores y su plasmación en forma de calificaciones o recomendaciones se hace especialmente necesaria en un contexto de mercados de valores crecientemente globalizados en los que deben establecerse metodologías y criterios de calificación homogéneos que permitan superar las diferencias culturales en la interpretación de la información disponible y jurídicas en su valoración.

Por lo anterior, no resulta extraño que, en los mercados de valores, se interpongan, entre los emisores de los valores e instrumentos financieros que apelan al ahorro del público para obtener financiación y los inversores que adquieren aquellos valores e instrumentos para invertir su ahorro, dos tipos de intermediarios: por un lado, las entidades que realizan una intermediación operativa, esto es, que intermedian en la compra y venta de valores, que son, esencialmente, las empresas de servicios de inversión (sociedades o agencias de valores) y las entidades de crédito (bancos comerciales o de inversión). Por otro lado, las entidades que desarrollan una intermediación informativa, recabándola de los emisores sobre sus propias características y las de los valores que emiten y plasmándola en forma de recomendaciones operativas, propias de los asesores de inversiones y analistas financieros; o de evaluaciones de la solvencia de los emisores para hacer frente a las obligaciones derivadas de los valores que emiten. Estas últimas evaluaciones son las propias de las Agencias de Calificación Crediticia o “rating” (en adelante, identificadas como ACCs), que constituyen el objeto de este Estudio.

De lo anterior se deduce que la función de la calificación de riesgos incide en el momento en el que el inversor debe adoptar la decisión de invertir, desin-

vertir o mantener un determinado valor en su cartera ⁽²⁾. En ese momento crucial, la doctrina financiera clásica menciona tres factores esenciales que deben ser tenidos en cuenta y que son: la rentabilidad, como capacidad de producir rendimientos; la liquidez, como aptitud para desinvertir los recursos invertidos en dichos valores, y el riesgo, como probabilidad —que se mueve entre los extremos de la imposibilidad y la certeza— de que el emisor de los valores no pueda cumplir, total o parcialmente, las obligaciones asumidas ante los inversores que los han adquirido. Es en este último factor del riesgo donde incide directamente la actividad de calificación que no debe confundirse con las recomendaciones directas de inversión. La calificación del riesgo que presenta un emisor o un valor no implica la recomendación de adquirirlo (si el riesgo es bajo) o venderlo (si el riesgo es elevado), porque aquella decisión dependerá de la composición de la cartera en cuestión y de la combinación con los restantes factores relevantes (por ejemplo, puede ser adecuada la decisión de mantener un valor de elevado riesgo y gran rentabilidad en una cartera de inversión agresiva).

b) En particular, la calificación de riesgos contribuye a la eficiencia y reduce la asimetría informativa y el coste de financiación de los emisores en el mercado de valores. En efecto, si partimos de la base de que la calificación de riesgos tiene consecuencias relevantes para los principales actores del mercado de valores (reguladores, emisores e inversores); es razonable que la regulación internacional de aquella actividad y de las Agencias de Calificación Crediticia se oriente a la consecución de los objetivos esenciales del régimen internacional de los mercados de valores que son la mejora de la protección del inversor y de la imparcialidad, eficiencia y transparencia de los mercados de valores y la reducción del riesgo sistémico ⁽³⁾. En este sentido, la calificación de riesgos cumple una función significativa para la eficiencia de los mercados de valores entendida ésta tanto en sentido genérico (esto es, que tales mercados cumplan adecuadamente su labor de trasvase del ahorro a la inversión productiva); como en sentido específico (esto es, que tales mercados sean capaces de traducir en términos de cotización toda la información disponible en el mercado sobre los emisores de valores e instrumentos financieros, sobre estos últimos y sobre las circunstancias de los

⁽²⁾ En este sentido, el *Informe sobre las Actividades de las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en septiembre de 2003 (p. 15) dice que “las agencias de rating crediticio (CRAs) juegan un papel importante al ayudar a los partícipes del mercado a incorporar a su proceso decisorio una información voluminosa, diversa y muy compleja sobre una inversión particular”.

⁽³⁾ Así se pronuncia la introducción del *Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en diciembre de 2004.

propios mercados) ⁽⁴⁾. Esta contribución a la eficiencia del mercado exige que las calificaciones tengan un horizonte temporal extenso para que constituyan un factor de estabilización racional de los comportamientos de los inversores ⁽⁵⁾.

Por lo anterior, las calificaciones de riesgos contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores que apelan al ahorro del público inversor, conociendo la información esencial para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren aquellos valores, ignorando en muchas ocasiones datos esenciales para evaluar aquella solvencia y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo ⁽⁶⁾. En consecuencia y dado que los inversores —especialmente los institucionales— exigen una compensación por el incremento de riesgo que para ellos supone la asimetría informativa y que dicha compensación se traduce en un incremento de los intereses a pagar en los valores de renta fija y, consiguientemente, en un incremento del coste del capital para los emisores de aquellos valores ⁽⁷⁾, la reducción de aquella asimetría informativa que supone la disponibilidad en el mercado de calificaciones objetivas y reconocidas de riesgos comporta, como consecuencia natural, una reducción de la compensación exigida por los inversores y un menor coste de obtención del capital para los emisores.

3. Coyuntura actual de la calificación de riesgos en los mercados de valores

A) La importancia creciente y la expansión objetiva y geográfica de la calificación de riesgos

Los reguladores, los emisores y los inversores vienen otorgando una importancia creciente a las calificaciones de riesgos de los valores desde sus oríge-

⁽⁴⁾ A ambos sentidos de la eficiencia nos referimos en nuestro *Derecho del Mercado de Valores*, 2.^a ed., Cálamo Barcelona, 2003, pp. 18 y 19. Por lo dicho, es razonable que las principales Agencias de Calificación Crediticia se refieran a esta contribución diciendo que “el valor último de la contribución de una ACC a eficiencia del mercado depende de su capacidad para proporcionar calificaciones que sean claras, creíbles, opiniones adecuadas sobre el riesgo basadas en el entendimiento básico del riesgo de crédito” (Moody’s, en su página web, apartado “Understanding Risk”).

⁽⁵⁾ Así Moody’s insiste —en su página web, apartado “Understanding Risk”— en el carácter vital que las opiniones a largo plazo tienen en un mercado de valores volátil que suele operar a corto plazo.

⁽⁶⁾ Es por ello por lo que el Código de OICV/IOSCO antes citado insiste en que “las agencias de rating crediticio deben esforzarse en emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de información que existe entre los prestatarios y emisores de obligaciones y valores análogos y los prestamistas y adquirentes de obligaciones y valores análogos” (p. 3).

⁽⁷⁾ A este incremento de costes derivado de la asimetría informativa se refería el Informe de OICV/IOSCO antes citado (p. 3).

nes, a principios del pasado siglo XX y, en particular, durante los últimos años⁽⁸⁾. De ahí que el uso de las calificaciones haya experimentado un proceso expansivo tanto en sentido objetivo, porque el número creciente de emisores y el acceso al mercado de nuevos valores e instrumentos financieros cada vez más complejos demandan nuevas calificaciones de los riesgos que comportan⁽⁹⁾; como en sentido geográfico, porque el desarrollo de nuevos mercados conlleva la extensión de las labores de calificación, siendo ésta uno de los síntomas de madurez de los mercados.

B) La crisis de credibilidad de las Agencias de Calificación Crediticia como consecuencia de determinados escándalos financieros

Desde finales del pasado siglo XX y durante los primeros años del corriente siglo XXI, los mercados financieros internacionales se han visto convulsionados por escándalos financieros que se han expandido desde los EEUU (casos ENRON, WORLDCOM, XEROX, TYCO, BRISTOL MYERS) hacia Europa

(8) V. SEC “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, *Special Study*, January 24, 2003”, p. 4, donde se resalta la importancia creciente de las calificaciones, en los últimos años, para los inversores y otros participantes del mercado de valores, impactando en el acceso de los emisores a la financiación y en su coste, en la estructura de las operaciones financieras y en la capacidad de los gestores para realizar determinadas inversiones. Esta importancia creciente movió los trabajos de revisión de la SEC sobre el uso de las calificaciones en las leyes de valores federales, el proceso para determinar qué calificaciones deberían usarse para fines regulatorios y el nivel de supervisión aplicable a las ACCs reconocidas.

(9) Un ejemplo paradigmático de necesaria expansión objetiva de la calificación de riesgos nos lo ofrecen los “bonos de catástrofes” (Cat Bonds), a los que se refiere el artículo de PÉREZ FRUCTUOSO, M.J., “La titulización del riesgo catastrófico: descripción y análisis de los Cat Bonds (Bonos de Catástrofes)”, en la *Revista Española de Seguros*, n.º 121, 2005, pp. 75 y ss. Estos bonos nacen para satisfacer las necesidades de las aseguradoras de obtener coberturas adicionales ante riesgos catastróficos (terremotos como el Horthridge de 1994; o huracanes como el Andrew de 1992) que no puede satisfacer el mecanismo tradicional del reaseguro. Para ello, titilizan un determinado riesgo catastrófico (p. ej. una aseguradora de California cede el riesgo catastrófico excedente de terremotos a una reaseguradora, con forma de SPV por un contrato de reaseguro por valor de 100 millones de dólares. Esta SPV emite 100 millones de dólares de bonos que se venden a los inversores en el mercado de valores, quienes asumen la cobertura de estos riesgos. La SPV custodia los flujos derivados de la emisión y los coloca en activos libres de riesgo con rentabilidad, p. ej. letras del tesoro de los EEUU). La necesidad de calificar estos bonos obedece a que los inversores ignoran sus riesgos, que presentan una especial complejidad porque dependen tanto de los riesgos catastróficos cedidos como de la estructura financiera de cobertura. Por ello, los emisores necesitan calificar estos bonos como única forma de encontrar mercado, ya que una mejor calificación con determinación de un menor riesgo implicará un mayor espectro de inversores potenciales. Además, las calificaciones ayudan a los inversores a comparar los distintos tipos de bonos “cat” entre sí y con otros valores de renta fija.

(caso PARMALAT). Estos escándalos se han caracterizado por utilizar mecanismos de ocultación y distorsión de la información, en ocasiones sencillos y muchas veces previsibles, pero no previstos por falta de transparencia. Por ello, aquellos escándalos afectaron a todos los sujetos implicados: los propios emisores, los bancos de inversión y, muy especialmente, a los auditores y resto de intermediarios informativos (analistas y asesores de inversiones)⁽¹⁰⁾; entre ellos, a las ACCs, cuyo papel ha sido duramente criticado por las autoridades bursátiles de los estados implicados. Críticas a las ACCs que ya se habían formulado por organismos internacionales con ocasión de su actuación en la calificación de los riesgos financieros de los países emergentes⁽¹¹⁾.

A raíz de la crisis de credibilidad descrita, se inició un proceso de revisión de la regulación de las ACCs en los EEUU⁽¹²⁾, por la SEC que se

(10) Sobre la influencia de los escándalos financieros en el estatuto de los analistas de inversiones tanto en los EEUU como en Europa puede verse el trabajo de BELANDO GARÍN, B., "Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación", en esta *RDBB* n.º 99, 2005, pp. 157 y ss.

(11) Así, la Comisión de la Inversión, la Tecnología y las Cuestiones Financieras Conexas, de la Junta de Comercio y Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, en la Nota de la Secretaría de la UNCTAD sobre las Cuestiones que debían examinarse en la Reunión de Expertos celebrada en Ginebra del 27 al 29 de mayo de 1998, sobre "El crecimiento de los mercados nacionales de capital, sobre todo en los países en desarrollo, y su relación con las inversiones de cartera extranjeras" (Documento TD/B/COM.2 EM.4/2, 19 de marzo de 1998, p. 7, apartado 25) calificaba el papel de las agencias de calificación de valores de ambiguo porque "la información transmitida por estas agencias tiene una importancia determinante en el acceso de los países de mercados emergentes a los mercados internacionales de capitales. No obstante, las experiencias recientes, en particular, durante la crisis de Asia oriental, han demostrado que estas agencias no pudieron prever la crisis y posteriormente ayudaron a agravarla al proceder a reclasificar apresuradamente a algunos países. Quizá sea necesario que las agencias de calificación de valores mantengan un diálogo franco con los países prestatarios para garantizar la exactitud de la información difundida".

(12) En los EEUU, el escándalo ENRON influyó en la promulgación de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 cuyo objetivo fundamental consistió en proteger a los inversores mediante la mejora de la exactitud y fiabilidad de las obligaciones de información y publicidad de los emisores. De ahí que la Ley citada centrara su atención sobre los deberes de los directivos internos y sobre los operadores informativos externos, especialmente los auditores (ver, en esta *RDBB*, las noticias de IRASTORZA, I., "Sarbanes-Oxlet Act, un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas", n.º 88, 2002, p. 254 y de PETIT LAVAL, M.V., "Propuestas de la SEC para la reforma de la Sarbanes-Oxley Act sobre independencia del auditor y deber de custodia de los papeles de auditoría", n.º 89, 2003, pp. 415 y ss.). En concreto, la Sección 702 (b) sugirió a la SEC la revisión de los siguientes aspectos de las ACCs: su papel e importancia en el mercado de valores, los obstáculos para que cumplan su función en aquel mercado, las medidas para mejorar los flujos de información al mercado, las barreras de entrada al negocio de calificación y los conflictos de interés. En consecuencia, la SEC, cumpliendo el mandato legal, elaboró un Informe sobre el papel y la función de las ACCs

extendió a nivel global, en el seno de la OICV, y a la Europa Comunitaria ⁽¹³⁾.

II. LA ARMONIZACIÓN INTERNACIONAL DEL ESTATUTO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

1. La armonización global en el seno de la Organización Internacional de Comisiones de Valores

Esta armonización tiene un alcance limitado a las normas de conducta que deberían seguir, voluntariamente, las ACCs mediante la adopción de códigos de conducta propios. En efecto, desde septiembre de 2003, el Comité Técnico de la OICV ha elaborado tres documentos relativos a los principios que deben guiar la conducta de las ACCs en el desarrollo de sus actividades típicas de calificación ⁽¹⁴⁾. Primero, el “Informe sobre las actividades de las Agencias de Rating Crediticio” (“Report on the Activities of Credit Rating Agencies”) de septiem-

en el funcionamiento de los mercados de valores de 24 de enero de 2003, amén de un Comunicado sobre las ACCs y la utilización de las calificaciones crediticias en las Leyes Federales de Valores de 4 de junio de 2003. En este último sentido, la SEC constata que, durante los últimos 30 años (desde 1975), los reguladores, incluida la SEC, han utilizado progresivamente las calificaciones de riesgos para supervisar el riesgo de las inversiones de las entidades reguladas y para diferenciar los diversos grados de solvencia previstos en las regulaciones federales. En particular, se ha servido de las calificaciones de las Organizaciones de Calificación Estadística Reconocidas Estatalmente (“Nationally Recognized Statistical Rating Organisations” NSRSRO) para la aplicación de diversas leyes: la Exchange Act (la Regla 15.c 3.1 permite la utilización de calificaciones crediticias internas por los broker-dealers para determinar las cargas de capital que implican las obligaciones a los efectos de la Net Capital Rule); la Investment Company Act de 1940 (según la cual los fondos del mercado monetario sólo pueden invertir en valores de alta calidad que se determina conforme a un test objetivo —calificaciones emitidas por las NRSRO— y subjetivo —el análisis crediticio del asesor del fondo—); la Securities Act de 1933 (la Fórmula S-3 faculta a la SEC para permitir el uso de este modelo para registrar valores de titulización cuando exista experiencia calificadora al respecto).

⁽¹³⁾ La cronología de la revisión del estatuto jurídico de las ACCs en la Europa comunitaria no deja lugar a dudas sobre su “etiología escandalosa” porque es el ECOFIN informal celebrado en Oviedo en abril de 2002 quien expresa la voluntad de analizar la función de las ACCs en el mercado de valores a raíz del escándalo ENRON y porque, en febrero de 2004, es la Resolución del Parlamento Europeo dictada al hilo del escándalo PARMALAT la que requiere de la Comisión la elaboración de un Informe sobre la necesidad de promover medidas legislativas sobre las ACCs, Informe que en la actualidad está pendiente de su presentación.

⁽¹⁴⁾ Para una exposición más detallada de estos documentos, véase nuestra noticia sobre “Armonización Internacional del estatuto de las agencias de ‘rating’: documentos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores y del Comité de Comisiones de Valores Europeas”, en esta *RDBB*, n.º 99, 2005, pp. 247 y ss.

bre de 2003 que recogió los resultados de un grupo de trabajo que centró sus esfuerzos en tres cuestiones básicas del estatuto de aquellas ACCs, a saber: la transparencia de sus métodos de calificación y de los resultados de la misma, los conflictos de interés que deben ser previstos y resueltos y los modelos de regulación de aquéllas. Segundo, la “Declaración de los Principios relativos a las actividades de las Agencias de Rating Crediticio” (“Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies”) ⁽¹⁵⁾. Esta Declaración, que figura anexa al Informe anterior, de 25 de septiembre de 2003 empieza señalando que los principios que enuncia pueden ser puestos en práctica, dependiendo de las circunstancias, a través de los siguientes mecanismos: regulaciones gubernamentales, regulaciones impuestas por reguladores sin estatuto gubernamental, códigos sectoriales o códigos y procedimientos internos de conducta de las propias ACCs. Tercero, el “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio” (“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”) ⁽¹⁶⁾. Este Código de diciembre de 2004 utiliza las técnicas propias de la autorregulación y, en consecuencia, pone el énfasis en la información que las propias ACCs deben dar al mercado sobre su forma y grado de aplicación para que sean los sujetos del mercado quienes valoren tales datos en forma de reputación de las calificaciones que realice la agencia de “rating” en cuestión ⁽¹⁷⁾.

2. La armonización regional en el Derecho comunitario europeo

En el Derecho comunitario, el estatuto de las ACCs está influido por dos tipos de normas y documentos de muy distinto alcance: por una parte, los informes nacidos del impulso de la Resolución del Parlamento Europeo de

⁽¹⁵⁾ El Banco Central Europeo reconoció esta Declaración de Principios como síntesis de las cuestiones normativas clave en cuanto al reconocimiento de las instituciones externas de evaluación del crédito (Dictamen de 17 de febrero de 2005, DOUE C52/42 y 43, de 2 de marzo de 2005).

⁽¹⁶⁾ Véase en este mismo número de la *RDBB*, sección “Documentos”, nuestra traducción al castellano del *Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia* de la OICV anotado con las concordancias de los Principios y del Informe.

⁽¹⁷⁾ Así, las páginas web de las principales ACCs dan buena cuenta de su grado de adaptación al Código, como sucede en el caso del *Code of Professional Conduct* de junio de 2005 de Moody’s Investor Service que acaba indicando expresamente, en su apartado 4.2 que “las previsiones de este Código derivan de los Principios y del Código de IOSCO”, añadiendo a continuación que “sin embargo, Moody’s ha realizado ciertas modificaciones para adaptarse con mayor fidelidad al modelo de negocio de prácticas de Moody’s”. También el *Fitch Ratings Code of Conduct* manifiesta expresamente en su apartado 5, su apoyo y correspondencia con los Principios y el Código de OICV e incluye un cuadro de correspondencias entre su Código y el de OICV.

febrero de 2004 al hilo del escándalo PARMALAT que investigan la conveniencia de regular la actividad de las ACCs en los mercados de valores y, en su caso, las líneas esenciales de dicha regulación; por otra parte, las Directivas que inciden, en general, en los flujos de información del mercado de valores europeo y que, por lo tanto, afectan a las ACCs como usuarias de dicha información, además de las Directivas bancarias de solvencia.

En primer lugar y en cuanto se refiere a los informes específicamente referidos a las ACCs, procede hacer referencia al Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) sobre el “Asesoramiento Técnico a la Comisión Europea sobre posibles medidas relativas a las agencias de rating crediticio” (“CESR’s Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies. Feedback Statement”), que surgió de la solicitud de asesoramiento técnico de la Comisión Europea al CESR publicada el 27 de julio de 2004 y se elaboró sobre la base de un cuestionario preparado por el grupo de trabajo correspondiente de CESR y puesto en circulación entre sus miembros el 23 de septiembre de 2004 ⁽¹⁸⁾. A lo anterior interesa añadir que el papel de las ACCs en los mercados de valores ha sido considerado también por otros documentos relevantes en el ámbito comunitario, como el *Informe del grupo de expertos en valores* publicado en abril de 2004 (*European Financial Integration: Progress & Prospects. Reports of Four Independent Groups of Experts*) donde se destaca que la regulación de tales agencias debe partir de la premisa básica de su actuación en un contexto globalizado de los mercados financieros y que cualquier medida regulatoria debe ser proporcionada y basarse en una evidencia empírica de su necesidad ⁽¹⁹⁾.

En segundo lugar y en cuanto se refiere a las normas generales sobre la información en los mercados de valores que inciden en el estatuto de las ACCs, conviene empezar destacando que éstas se mencionan en el considerando 10 de la Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses ⁽²⁰⁾, donde se distinguen las calificaciones de solvencia respecto de las recomendaciones de inversión, aunque se llama

(18) Para una descripción detallada de su contenido nos remitimos a nuestra noticia antes citada publicada en esta *RDBB* n.º 99, 2005, pp. 247 y ss.

(19) Ver SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La Comisión Europea publica cuatro Informes de expertos independientes sobre la evaluación del Plan de Acción de Servicios Financieros”, en esta *RDBB* n.º 94, 2004, pp. 260 y ss.

(20) Transpuesta a nuestro Ordenamiento por el Real Decreto 1333/2005, ver sobre esta Directiva nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 93, 2004, pp. 293 y ss.

la atención sobre la necesaria prevención de los conflictos de intereses en las ACCs ⁽²¹⁾. Junto a esta referencia específica a las ACCs, conviene tener en cuenta —en la medida en que puedan resultar aplicables a este tipo de entidades— las normas generales sobre prevención del abuso de información privilegiada contenidas en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) ⁽²²⁾ así como las normas sobre prevención y gestión de los conflictos de intereses en las empresas de inversión (artículos 13 y 18) contenidas en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros ⁽²³⁾.

Por último, a las ACCs se les reconoce un papel relevante en la normativa de supervisión de la solvencia de los intermediarios del mercado financiero. Así, la Directiva sobre adecuación de capital de las entidades de crédito y de las empresas de inversión propuesta por la Comisión el 19 de julio de 2004 y aprobada por el Parlamento Europeo el 28 de septiembre de 2005 adapta el Derecho comunitario al nuevo marco de supervisión de la solvencia diseñado por el Acuerdo de Basilea II de junio de 2004 en el que adquiere gran importancia el papel de las agencias externas de calificación de riesgos. En particular, las calificaciones externas resultan esenciales en el método estándar de medición del riesgo de crédito en general y en el método basado en calificaciones internas IRB para las titulizaciones. Por ello, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) ha generado un documento consultivo sobre el reconocimiento de las agencias externas de calificación (ECAIs) que pretende armonizar los requerimientos que permitan a los supervisores nacionales considerar que las mismas cumplen los requerimientos establecidos en la Directiva de adecuación de capital.

(21) En concreto, el considerando 10 de dicha Directiva 2003/125/CE dice: “Los organismos de calificación del grado de solvencia emiten dictámenes sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero concretos o una fecha determinada. Como tales, estos dictámenes no constituyen una recomendación en el sentido de la presente Directiva. Sin embargo, los organismos de calificación del grado de solvencia deberán plantearse la adopción de políticas y procedimientos internos concebidos para garantizar que las calificaciones del grado de solvencia que publiquen se presenten de manera fiable y se revelen adecuadamente los intereses o conflictos de intereses importantes relacionados con los instrumentos financieros o con los emisores a los que se refieren sus calificaciones del grado de solvencia”.

(22) Ver sobre esta Directiva nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 91, 2003, pp. 332 y ss.

(23) Ver sobre esta Directiva nuestra noticia en esta *RDBB* n.º 94, 2004, pp. 252 y ss.

3. Referencia a la regulación de las Agencias de Calificación Crediticia en el Derecho español

En el Derecho español vigente no existe una regulación, en sentido propio, de la actividad de calificación de riesgos y de las ACCs, sino meras referencias ocasionales a tan importante actividad, lo que constituye una laguna relevante en la regulación de nuestro mercado de valores. La situación puede resumirse del siguiente modo:

a) Existe obligación de calificar los bonos de titulización. En concreto, el artículo 5.º 8 de la Ley 19/1992 empezó exigiendo que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria fuera evaluado por una “entidad calificadoras reconocida al efecto por la CNMV”⁽²⁴⁾. Esta exigencia de calificación se extendió a los valores emitidos con cargo a cualquier Fondo de Titulización de Activos por el artículo 2.3.b) del Real Decreto 926/1998⁽²⁵⁾.

b) Existe un deber de transparencia de las calificaciones de riesgo de aquellos valores que se hayan calificado voluntariamente a solicitud de sus emisores. Esta transparencia se articula de dos maneras: Primera, en los folletos informativos de las ofertas públicas de venta o suscripción de valores que los emisores u oferentes deben presentar conforme a lo previsto en los artículos 27 y 30 bis de la LMV. En este sentido, téngase en cuenta el contenido de los distintos tipos y modelos de folletos establecidos en la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la LMV. Segunda, en las páginas web de las sociedades cotizadas⁽²⁶⁾. Así, el apartado 13 de la “información a incluir por las sociedades anónimas cotizadas en su página web” (anexo III de la Circular 1/2004, de la CNMV) se refiere a la necesaria inclusión de las calificaciones que, en su caso, se hayan solicitado. Análoga exigencia se observa en el apartado 10 de la “información que las cajas de ahorros pueden difundir a través de sus páginas web” (anexo III de la Circular 2/2005, de la CNMV).

c) A la vista de la actividad típica de las entidades calificadoras, les resultarán aplicables determinadas normas de conducta del Título VII de la

(24) Ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Dykinson, Madrid, 1998, pp. 306 y ss.

(25) Ver nuestro artículo sobre “Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario urgente del Real Decreto 926/1998”, en la *RDBB* n.º 77, 2000, p. 145.

(26) Estos deberes se inspiran en el *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*, de 8 de enero de 2003 (Informe Aldama) que se ocupaba de las agencias de calificación en su apartado V.3.

LMV (especialmente, las reformadas o introducidas por la reforma de la LMV por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero). Nos referimos, en primer lugar, a las normas de conducta que se dirigen a cuantas personas físicas o jurídicas actúan en el mercado de valores y que se refieren a la información, tanto para prohibir los abusos de información privilegiada (artículo 81) como para prohibir las manipulaciones informativas de precios (artículo 83 ter). En segundo lugar, afectarán especialmente a las ACCs las normas de conducta expresamente dirigidas a los asesores de inversiones (artículos 79 y 80) y a “todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados” (artículo 83.2). En todo caso, la aplicación a las entidades calificadoras de estas normas de conducta pensadas primordialmente para los analistas de inversiones⁽²⁷⁾ debe realizarse con gran prudencia por cuanto las ACCs no emiten recomendaciones de inversión en sentido estricto⁽²⁸⁾ y, por lo tanto, no son analistas de inversiones (según veremos con detalle en los epígrafes venideros). En consecuencia con lo anterior, las entidades calificadoras responderán administrativamente de las infracciones de las normas de conducta indicadas cuando incurran en los tipos previstos en los artículos 99, 100 y 101 de la LMV (en este sentido, nos remitimos al epígrafe V.4 de este Estudio).

d) Existe una completa falta de transparencia del sistema de reconocimiento de las entidades calificadoras por parte de la CNMV porque no es público ni el procedimiento que se sigue para tal reconocimiento, ni los requisitos que se exigen para que el mismo se produzca, ni tampoco existe un registro público de tales entidades (cierto es que tal registro no está previsto en el artículo 98 de la LMV).

A modo de conclusión, podemos constatar que la regulación de las ACCs en el Derecho español brilla por su ausencia casi por completo y, en todo caso, no es acorde con los textos de armonización internacional. De ahí la necesidad de completarla, particularmente en los aspectos de las normas de conducta que le resultan exigibles, para así acomodarla a los criterios internacionalmente armonizados. La conveniencia de abordar esta regulación se muestra, en particular, con ocasión de la introducción de nuevas figuras en nuestro mercado de

(27) Sobre “las normas de conducta aplicables a los analistas de inversiones”, ver FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, en SÁNCHEZ CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Madrid, 2003, pp. 229 y ss. Téngase en cuenta el desarrollo de estas normas por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado.

(28) Según señala el considerando 10 de la Directiva 2003/125/CE, antes transcrito.

valores, como los fondos de alto riesgo (“hedge funds”), porque la experiencia de los mercados financieros más desarrollados enseña que el establecimiento de este tipo de fondos exige una regulación de las ACCs que permita a los inversores en dichos fondos contar con calificaciones de contraste que palien su asimetría informativa para no verse abocados de confiar ciegamente en los gestores de aquellos fondos, sino controlar su gestión y exigir, en su caso, las responsabilidades pertinentes ⁽²⁹⁾.

III. LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS EN LOS MERCADOS DE VALORES: NOCIÓN, TIPOS, CARACTERÍSTICAS Y EFECTOS

1. **Noción de calificación de riesgos**

El análisis de los textos internacionales nos muestra que la calificación de riesgos se define por inclusión, describiendo en qué consiste la actividad, y por exclusión, distinguiéndola de actividades próximas.

En el primer sentido, cabe distinguir dos nociones de calificación de riesgos en los mercados de valores:

a) Una noción sustancial, según la cual la calificación de riesgo crediticio (“credit rating”) se define como “una opinión relativa a la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, un valor de deuda o análogo o un emisor de tales obligaciones, expresada mediante el uso de un sistema de clasificación establecido y definido” ⁽³⁰⁾ o, en términos más sencillos, una manifestación de la probabilidad de que un emisor afronte puntualmente los pagos derivados de una

⁽²⁹⁾ En particular, la introducción en nuestro mercado financiero de este tipo de fondos, en el art. 43 del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005), que desarrolla la Ley 35/2003 (v. nuestro trabajo sobre “La Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva. Una aproximación general a su contenido”, en esta *RDBB* n.º 93, 2004, pp. 175 y ss.) plantea la urgente necesidad de dotar a los gestores de instrumentos de análisis cualitativo, entre los que destacan las calificaciones crediticias. Conviene recordar que en un mercado de valores global, las cifras de este tipo de fondo son elocuentes porque se ha pasado de los 600 fondos alternativos, con un patrimonio de 40.000 millones de dólares, existentes en 1990 a los casi 8.000 fondos, con un patrimonio que ronda el billón de dólares, en la actualidad (v. las cifras que ofrece *Expansión*, lunes 17 de octubre de 2005, pp. 20 y 21). Este crecimiento espectacular y muy especialmente la comercialización de este tipo de fondos entre pequeños inversores ha impulsado a las principales autoridades bursátiles (la OICV, la SEC estadounidense, la AMF francesa, la ASF británica) a establecer sistemas de registro y verificación de la fiabilidad de los mismos.

⁽³⁰⁾ Así lo define el Código citado de OICV/IOSCO (p. 3).

obligación financiera ⁽³¹⁾. Aun cuando esta definición del Código de la OICV es la generalmente aceptada en el ámbito europeo, conviene no olvidar que se han formulado algunas críticas sobre su excesiva amplitud en el sentido de que la calificación de riesgos crediticios no constituye una previsión, sino simplemente una opinión sobre la solvencia del emisor. También se ha dicho que no debe abarcar la asignación de puntuaciones basadas en indicadores cuantitativos de carácter económico o financiero o de calificaciones por las entidades de calificación de riesgos de exportación ⁽³²⁾.

b) Una noción instrumental, según la cual aquella calificación de riesgos es un proceso de acopio y evaluación de información por una serie de analistas de las entidades calificadoras que establecen contacto con los emisores de los valores calificados a través de sus administradores y directivos (o de los funcionarios correspondientes si se trata de calificar el riesgo de los valores emitidos por una entidad pública) y preparan un borrador de informe sobre el emisor o los valores que someten a un consejo de calificación que finalmente asigna la calificación. Esta calificación final suele venir precedida por la información de la propuesta de calificación al emisor, quien puede discrepar de la misma y presentar al consejo de calificación nuevas informaciones o valoraciones significativas que muestren lo incorrecto de la misma. El proceso suele acabar con un comunicado de prensa sobre la calificación finalmente asignada. En todo caso, aquel proceso suele prolongarse mediante un seguimiento periódico de la calificación asignada que incluye reuniones con los administradores y directivos del emisor calificado ⁽³³⁾. El Código de la OICV aconseja seguir un procedimiento análogo al descrito ⁽³⁴⁾.

(31) Así se manifestaba el Informe citado de OICV/IOSCO (p. 3).

(32) Estas críticas pueden verse en la página 5 del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) sobre el *Asesoramiento Técnico a la Comisión Europea sobre posibles medidas relativas a las agencias de rating crediticio (CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures concerning credit rating agencies. Feedback Statement)*.

(33) Este proceso típico de calificación se describe en el citado Informe de OICV/IOSCO (p. 5).

(34) En tal sentido, la medida 3.7 dice: "Cuando sea factible y apropiado, antes de emitir o revisar una calificación, la ACC debería informar al emisor sobre la información esencial y las principales consideraciones sobre las que aquella calificación se basará y dará al emisor una oportunidad de aclarar cualquier equívoco fáctico o sobre otros aspectos que la ACC debería conocer para alcanzar una calificación precisa. La ACC debería evaluar debidamente la respuesta. Cuando la ACC, en circunstancias particulares, no ha informado al emisor antes de remitir o revisar una calificación, la ACC debería informar al emisor tan pronto como sea posible y, por regla general, debería explicar la razón del retraso".

El examen de la práctica internacional nos muestra cómo las principales ACCs ofrecen una definición de la calificación de riesgo de crédito en su doble acepción de proceso de evaluación de información y de opinión resultante del mismo ⁽³⁵⁾.

En el segundo de los sentidos antes indicados, la calificación de riesgos se define por exclusión, distinguiéndola de actividades afines tales como las de auditoría o las recomendaciones de inversión ⁽³⁶⁾. En este sentido, en el marco de las investigaciones habidas a raíz especialmente del caso ENRON, las ACCs han tenido especial interés en distinguir su actividad, primero, de la auditoría, señalando que la calificación no consiste en la verificación de los estados financieros y contables del emisor para dictaminar si aquellos ofrecen una imagen fiel de su patrimonio y situación financiera ⁽³⁷⁾. Las calificaciones de riesgos tampoco son recomendaciones de inversión para comprar, vender o mantener en cartera los valores calificados, ya que tales decisiones dependen de una multiplicidad de factores, además de la calificación ⁽³⁸⁾.

⁽³⁵⁾ El “Code of Professional Conduct” de Moody’s define la calificación crediticia (“Credit Rating”) como “la opinión de Moody’s sobre la solvencia relativa futura de una entidad, un compromiso crediticio, un valor representativo de deuda o análogo, o un emisor de tales obligaciones, tal y como se determine por un comité de calificación y expresada utilizando su escala de calificación alfanumérica de Aaa a C, u otras escalas de calificación crediticia que se identifiquen periódicamente por Moody’s”. El “Fitch Ratings Code of Conduct” define la calificación, en su apartado 1.2 como las “opiniones sobre la capacidad de una entidad o de unos valores emitidos para cumplir puntualmente con los compromisos financieros tales como intereses, dividendos preferentes o devolución del principal”.

⁽³⁶⁾ El artículo 10.1 del Real Decreto 1333/2005, entiende por recomendación “toda información destinada al público, relacionada con uno o varios valores o instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier informe sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, que aconseje o sugiera una estrategia de inversión”. V. SEC “Report on the Role and Function *Special Study*, January 24, 2003”, cit. en nota (8) p. 21, donde se deja constancia de que las ACCs, en las audiencias celebradas en noviembre de 2002, insistieron en que su papel es evaluar la solvencia de los emisores de forma continua y la probabilidad de que la deuda sea pagada oportunamente y en que ello no comporta una auditoría formal de las compañías calificadas ni una investigación sobre fraudes y que la naturaleza de sus opiniones depende fundamentalmente de la calidad de la información que se le suministre por los emisores.

⁽³⁷⁾ El artículo 1.2 de nuestra Ley 19/1988 de auditoría de cuentas la define con la actividad consistente en “verificar y dictaminar si dichas cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la empresa o entidad auditada, así como el resultado de sus operaciones y de los recursos obtenidos y aplicados en el período examinado”.

⁽³⁸⁾ Recordemos que el Considerando 10 de la Directiva 2003/125/CE señala que los “dictámenes sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero concretos a una fecha determinada ... como tales, ... no constituyen una recomendación en el sentido de la presente Directiva”.

En este último sentido, el examen de la evolución histórica de las grandes ACCs muestra el proceso de concentración de su actividad sobre la calificación, dejando al margen las actividades de información genérica. En efecto, la determinación progresiva de la actividad de calificación por referencia al riesgo de insolvencia de los emisores de valores y a su manifestación en forma de opiniones normalizadas a través de símbolos se observa al examinar el origen y la evolución histórica de las principales ACCs que nacen como centrales de información genérica sobre el mercado de valores para centrarse en la actividad de calificación normalizada del riesgo de los valores de renta fija y, más tarde, de los de renta variable. Todo ello sin perjuicio de que hayan constituido filiales para desarrollar las actividades accesorias típicas de información genérica sobre el mercado de valores y de asesoramiento de inversión ⁽³⁹⁾.

2. Tipos de calificación de riesgos

- A) Por su objeto: calificaciones de emisores (públicos y privados) y de valores (de renta fija y de renta variable)

Si atendemos al objeto de la calificación, podemos distinguir entre calificaciones de los emisores y de los valores emitidos por éstos. Entre los primeros, las calificaciones pueden referirse a valores emitidos por entidades privadas o por entidades públicas, de carácter territorial o institucional. Entre las segundas, cabe distinguir entre calificaciones de valores representativos de deuda o de renta fija, que son los objetos primigenios de calificación del riesgo de crédito que se impone, en algunos países, de forma obligatoria; y de valores de renta variable o acciones, a los que se ha extendido la actividad de calificación del riesgo de solvencia del emisor en sentido amplio y generalmente voluntario.

⁽³⁹⁾ Así, John Moody & Company publicó en 1900 su “Moody’s Manual of Industrial and Miscellaneous Securities” que contenía información y estadísticas sobre las acciones y bonos emitidos por las entidades financieras, empresas de alimentación, industriales, etc., y agencias gubernamentales. Tras su desaparición por la crisis de 1907, John Moody volvió en 1909 con una idea nueva consistente en ofrecer análisis del riesgo de los valores, empezando por los bonos emitidos por las compañías de ferrocarriles (“Moody’s Analyses of Railroad Investments”) y extendiendo a todo tipo de empresas industriales. Más adelante, fue extendiendo sus calificaciones a los bonos emitidos por los municipios y otros entes territoriales para alcanzar, en 1924, la totalidad del mercado estadounidense de bonos. En 1970 extendió su actividad de calificación al mercado de “papel comercial” y a los depósitos bancarios (datos obtenidos de la página web de Moody’s, en su apartado “Moody’s History”). Una evolución semejante puede observarse en Fitch Ratings que empezó en 1913 publicando estadísticas críticas sobre los valores (“Fitch Bond Book” y “Fitch Sotck and Bond Manual”) para introducir, en 1924, la escala normalizada de evaluación de riesgo que va de la AAA a la D (datos obtenidos de la página web de Fitch, en su apartado “The History of Fitch Ratings”).

B) Por sus efectos: calificaciones obligatorias y voluntarias

Atendiendo a los efectos de la calificación, se puede distinguir entre calificaciones obligatorias, que generalmente vienen impuestas por la ley, para valores representativos de deuda o de procesos de titulación de activos; y calificaciones voluntarias, que se realizan a iniciativa de los emisores de acciones y otros valores de renta variable. En el primer sentido, un emisor puede venir obligado a someter determinados valores a calificación bien por normas legales (por ejemplo, suele exigirse la calificación de los bonos de titulación) o bien por contratos privados (por ejemplo, un inversor institucional puede exigir la calificación como requisito previo para adquirir valores en un proceso de oferta pública). Con frecuencia, la exigencia de calificaciones de riesgos es un síntoma de madurez de los mercados de valores porque pone de manifiesto la necesidad de análisis de la información disponible y porque, al tiempo, reduce la asimetría informativa. Fuera de los casos en los que el emisor viene obligado a someter sus valores a una calificación de riesgos, puede solicitar aquella calificación de forma voluntaria para colocar los valores que emite en mejores condiciones, particularmente, entre los inversores institucionales cuyos gestores, con frecuencia, deben contrastar la calidad y adecuación de los valores que adquieren.

C) Por las relaciones entre los emisores y las Agencias de Calificación Crediticia: calificaciones solicitadas y no solicitadas, participadas y no participadas

Podemos distinguir, en primer lugar, entre calificaciones solicitadas por el emisor, que constituyen la hipótesis normal, y calificaciones no solicitadas por el emisor, que se caracterizan por ser las primeras que se efectúan sobre un determinado emisor, sin que el mismo las haya solicitado, sino que surgen por iniciativa de una ACC.

En segundo lugar, podemos distinguir entre calificaciones participadas por el emisor, que son la regla general, y calificaciones no participadas por el emisor, que definen como aquellas en las que éste no ha participado en el proceso de calificación de los últimos 12 meses y ha declinado la invitación de la agencia de calificación a participar en dicho proceso⁽⁴⁰⁾.

Las calificaciones no solicitadas y no participadas por el emisor pueden surgir de la iniciativa de la propia ACC como método para crear una reputación

⁽⁴⁰⁾ Estas últimas clasificaciones pueden deducirse de las definiciones de “Unsolicited Credit Ratings” y de “Non-Participating Credit Ratings” contenidas en el Código de Conducta Profesional de junio de 2005 de Moody’s.

que le permita acceder en el futuro al mercado de calificación, o de un inversor determinado que lo solicite (p. ej. un fondo de inversión o de pensiones). Este tipo de calificaciones plantean problemas delicados tanto en su fase de elaboración, por los déficit de información debidos a la ausencia de contacto entre la ACC y el emisor de los valores calificados, como en su fase de publicación, por los efectos dañosos que pueden tener sobre la reputación del emisor involuntariamente calificado. Es más, pueden convertirse en instrumentos de “chantaje” encubierto para obligar al emisor a solicitar a la ACC ser calificado, en esa ocasión o en lo sucesivo, al objeto de evitar calificaciones “erróneas” por falta de información y de interlocución entre la ACC y el emisor⁽⁴¹⁾. Es por ello por lo que tanto los Principios como el Código de Conducta de la OICV recomiendan la máxima transparencia al respecto⁽⁴²⁾.

3. Características de la calificación de riesgos

A) Características ontológicas

La actividad de calificación de riesgos presenta una serie de características propias y exclusivas que permiten diferenciarla de otras actividades fronterizas que comparten la evaluación de la información disponible en el mercado de valores y la emisión de opiniones. Así, se ha dicho que la calificación del riesgo de crédito es un análisis profundo y amplio que se basa en una vasta y detallada información, que implica un contacto cercano con el emisor (salvo en determinados casos de calificaciones no solicitadas) y que se proyecta en un informe detallado y comprensivo que concluye con una opinión objetivada sobre la solvencia del emisor⁽⁴³⁾.

La calificación de riesgos en el mercado de valores es una actividad privada si atendemos a los sujetos que califican las ACCs (según veremos con detalle

(41) En este sentido, v. SEC, “Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws”, June 4, 2003, p. 12, apartado E, donde se deja constancia de que ciertos comentaristas han cuestionado que las ACCs intenten inducir a un emisor para que pague una calificación que no ha solicitado (p. ej. enviándole una factura por dicha calificación o una tarifa de comisiones con una invitación al pago).

(42) Así, el Principio 3.5 dice: “Las ACCs deberían manifestar si una calificación no ha sido solicitada” y la medida 3.9 del Código establece: “Para cada calificación, la ACC debería manifestar si el emisor ha participado en el proceso de calificación. Cada calificación no iniciada como consecuencia de una solicitud del emisor debería ser identificada como tal. La ACC debería manifestar sus políticas y procedimientos relativos a calificaciones no solicitadas”.

(43) Ver página 5 del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

en el epígrafe IV de este Estudio) y es una actividad múltiple —privada y pública— si atendemos a los sujetos calificados porque puede recaer tanto sobre emisores privados de valores, que adoptan generalmente la forma de sociedades de capital, como sobre emisores públicos de valores, que pueden ser corporaciones estatales, territoriales o institucionales. También puede ser calificada de múltiple la calificación de riesgos si atendemos a los valores calificados porque, aun cuando la dicha calificación de riesgos —especialmente de los crediticios— se refiere principalmente a las obligaciones y otros valores análogos de renta fija⁽⁴⁴⁾, la misma se va extendiendo, en sentido amplio, a todo tipo de valores e instrumentos financieros estructurados.

B) Características deontológicas

El máximo grado de consenso internacional sobre las características que debe presentar la calificación de riesgos se deduce de los principios y medidas del Código de la OICV⁽⁴⁵⁾. Sin perjuicio de referirnos a dichas características en el epígrafe IV de este Estudio con ocasión del análisis del estatuto de las ACCs, conviene recordar que aquel Código se refiere a tres rasgos que debe presentar el proceso de calificación (la calidad, la vigencia y la integridad)⁽⁴⁶⁾ y a dos que deben adornar las calificaciones (la transparencia y la oportunidad)⁽⁴⁷⁾. Además, de sus medidas cabe deducir que la calificación de riesgos debe ser: completa, porque ha de reflejar toda la información relevante que sea conocida por la ACC (medida 1.1); e incondicionada, porque, por un lado, debe estar influida, únicamente, por factores relevantes para la determinación del riesgo crediticio (medida 2.3) y, por otro lado, no debe tener en cuenta los efectos colaterales —económicos, políticos o de otro tipo— que pueda ocasionar (medida 2.1).

4. Efectos de las calificaciones de riesgos sobre sus usuarios

Nos referiremos a los efectos que tienen las calificaciones de riesgos sobre los sujetos del mercado que hacen uso de ellas⁽⁴⁸⁾. Antes de entrar en el análisis

(44) En este sentido, el Informe citado de OICV/IOSCO (p. 1) empezaba diciendo que las agencias de “rating” crediticio establecen el riesgo de crédito de los prestatarios y emisores de valores de renta fija.

(45) Ver nuestra traducción en la sección de “Documentos” de este mismo número de la *RDBB*.

(46) Apartados A), B) y C) del epígrafe 1.

(47) Apartado A) del epígrafe 3.

(48) Ver Informe de OICV/IOSCO antes citado (pp. 6 y ss.).

detallado de los efectos sobre cada tipo de usuario, conviene hacer dos observaciones generales. La primera se refiere a la norma de conducta que se establece en el apartado 2.1 del Código de la OICV y que podríamos denominar de “la indiferencia del impacto de las calificaciones” cuando dice que “la ACC no deberá dejar de realizar una actuación de calificación en base al efecto potencial (económico, político o de otro tipo) de dicha actuación sobre la propia agencia, un emisor, un inversor y otro partícipe del mercado”. La segunda hace referencia a la importancia que tiene el juicio de los usuarios para el reconocimiento de las ACCs ⁽⁴⁹⁾.

A) Efectos sobre los emisores

En términos generales, podemos decir que los emisores son los principales beneficiarios de las calificaciones de riesgos porque éstas les permiten reducir el coste de financiación ya que los inversores, al contar con una garantía informativa adicional, tienden a reducir sus exigencias de rentabilidad. Esta ventaja que obtienen los emisores les lleva a asumir, por regla general, el pago de las calificaciones y, además, conlleva una carga informativa respecto de las ACCs a las que deben desvelar cuanta información resulte precisa para que puedan realizar su calificación de forma adecuada ⁽⁵⁰⁾.

En el área iberoamericana, algunas regulaciones establecen la necesidad de que los servicios que prestan las instituciones calificadoras se consignent en contratos de calificación con las emisoras respectivas, señalando el contenido mínimo de los mismos (particularmente, las obligaciones de los emisores de proporcionar a las calificadoras cuanta información sea relevante para estar en condiciones de otorgar una calificación adecuada o la exoneración de responsabilidad de las calificadoras por la revisión periódica de sus calificaciones, al

⁽⁴⁹⁾ Hasta el punto de que, la SEC [v. SEC, “Concept Release”, June 4, 2003, cit., p. 7] plantea la siguiente pregunta: ¿Resulta apropiado condicionar el reconocimiento de una ACC a que sus calificaciones sean generalmente aceptadas por los usuarios de las calificaciones: emisores, intermediarios, aseguradores de emisiones, compañías de seguros, fondos de inversión, etc.?

⁽⁵⁰⁾ En la práctica internacional, los Códigos de Conducta de las principales ACCs prestan una atención especial a estos deberes informativos de los emisores y, así, el *Fitch Ratings Code of Conduct* señala, en su apartado 3, “lo que Fitch espera de los emisores”, haciendo referencia a que tales expectativas inciden en la participación de los emisores en el proceso de calificación y el suministro de toda la información relevante para evaluar el riesgo de tal emisor o de sus valores, información que debe ser oportuna, adecuada y completa en todos sus aspectos y que debe extenderse a la respuesta rápida a cuantas cuestiones se le formulen.

alza o a la baja) ⁽⁵¹⁾. En relación con lo anterior, también se establece la obligación de los emisores de proporcionar la información precisa a las calificadoras y el arbitraje de la autoridad supervisora ante las eventuales quejas de las emisoras sobre exigencias de información excesivas por parte de las calificadoras ⁽⁵²⁾.

Conviene llamar la atención sobre el uso de las calificaciones por los emisores en las cláusulas de contratos privados (por ejemplo, exigiendo el mantenimiento de la calificación para la renovación de contratos de crédito o previendo que el descenso de dicha calificación autorice al prestamista a resolver anticipadamente el contrato). A este respecto, existe un consenso internacional sobre la conveniencia de no imponer de forma obligatoria la publicidad de este tipo de cláusulas, salvo que las mismas puedan tener un efecto sustancial en la capacidad del emisor de cumplir sus obligaciones de pago derivadas de los valores emitidos. En todo caso, el eventual deber de publicar aquellas calificaciones deberá determinarse, en el ámbito comunitario europeo, a la vista de las Directivas sobre folletos, transparencia y abuso de mercado ⁽⁵³⁾.

Por último, se ha planteado la conveniencia de imponer la rotación de las ACCs, a imagen de los auditores, para evitar que su relación continuada con un determinado emisor vaya en detrimento de su independencia y de la objetividad de sus calificaciones. Aquí se enfrentan claramente los intereses objetivos de las grandes ACCs por evitar la rotación obligatoria para preservar la situación de oligopolio y los de las pequeñas ACCs para alcanzar, vía rotación obligatoria, un acceso al mercado de calificaciones ⁽⁵⁴⁾.

B) Efectos sobre los inversores

Los inversores son los principales destinatarios de las calificaciones si bien conviene distinguir los efectos diferenciados según se trate de inversores en valores de renta fija, que suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis, o inversores en valores de renta variable, que pueden utilizar las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes.

⁽⁵¹⁾ Así sucede en México con la norma sexta de las disposiciones aplicables a las instituciones calificadoras de valores o en El Salvador, con el artículo 9 del RCD-CR. 35/1998.

⁽⁵²⁾ Así ocurre en Ecuador con el artículo 181 de la Ley de Mercado de Valores.

⁽⁵³⁾ Sobre esta eventual publicidad de las calificaciones utilizadas en contratos privados, pueden verse las observaciones recogidas en la página 6 del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

⁽⁵⁴⁾ Sobre los aspectos de competencia de las ACCs puede verse el apartado 6 del Epígrafe IV de este Estudio.

Los inversores institucionales ocupan una posición preferente como usuarios de las calificaciones porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen utilizar las calificaciones para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la utilidad de dichas calificaciones para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias⁽⁵⁵⁾. Lo anterior sugiere algunas reflexiones sobre los efectos que las calificaciones de riesgos tienen en el ahorro de costes de análisis de los inversores institucionales y, especialmente, en el incremento de la seguridad de sus decisiones de inversión, reduciendo en cierta medida la responsabilidad de sus gestores por dichas decisiones, con el riesgo de intentar desplazar parte de aquella responsabilidad hacia las ACCs en cuyas opiniones se basaron.

Puestos en relación este epígrafe y el previo, conviene anticipar que existe un riesgo sistémico para las ACCs de verse inmersas en un conflicto entre los intereses de los emisores y de los inversores⁽⁵⁶⁾ (aspecto sobre el que volveremos en el epígrafe IV de este Estudio). En tal sentido, se constata un desplazamiento histórico de los remuneradores de las calificaciones de riesgos de modo tal que, a principios del pasado siglo xx, quienes remuneraban las calificaciones de los bonos emitidos por las compañías de ferrocarriles eran los principales interesados en la independencia de las ACCs, los inversores; mientras que, en la actualidad, las calificaciones se pagan, fundamentalmente, por los emisores de los valores calificados, quienes pueden preferir una calificación favorable aun cuando no sea totalmente objetiva.

C) Efectos sobre los intermediarios

Los intermediarios en el mercado de valores suelen utilizar las calificaciones de riesgos tanto si actúan por cuenta ajena, para comprobar las recomendaciones de inversión que puedan efectuar a sus clientes, como si lo hacen por

(55) En el área iberoamericana, las regulaciones suelen contener previsiones especiales sobre los procedimientos, métodos y criterios de clasificación de riesgos de los principales inversores institucionales (fondos de pensiones y de inversión) y, en su caso, de los valores emitidos por ellos. Así se puede observar en Chile, donde el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores establece la colaboración, a estos efectos, entre la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la de Administradores de Fondos de Pensiones.

(56) De ahí que las principales ACCs en sus páginas web se refieran a la “delgada línea que discurre entre la protección de los intereses de los inversores y la actuación buenintencionada con los emisores” (página web de Moody’s, en su apartado “Understanding Risk”).

cuenta propia, para evaluar el riesgo que asumen en el caso de que aseguren la suscripción o colocación de una emisión de valores ⁽⁵⁷⁾.

D) Efectos sobre los reguladores

Conviene señalar que los Estados pueden ser usuarios de las calificaciones de riesgo en una doble condición:

a) Como reguladores que utilizan las calificaciones de riesgos para un número creciente de fines tales como determinar la solvencia de los bancos (en este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha propuesto que los bancos puedan utilizar las calificaciones de riesgo de las ACCs reconocidas para determinar los requisitos de solvencia) y otras instituciones financieras, el cumplimiento de las normas de inversión por parte de los inversores institucionales o las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulización ⁽⁵⁸⁾.

b) Como emisores. En este sentido, la actividad de calificación de riesgos de los valores emitidos por los Estados hace que las ACCs mantengan una posición peculiarísima porque aquellos Estados —directamente o a través de autoridades de supervisión intermedias— supervisarán su actividad y, al mismo tiempo, serán calificados en su solvencia por las ACCs que supervisan y que, por lo tanto, estarán sujetas al “vasallaje financiero” propio de las relaciones de supervisión especial. Es por ello por lo que resulta imprescindible establecer un estatuto armonizado internacionalmente de tales ACCs que garantice una implantación global de las mismas para evitar que la objetividad y la independencia de sus calificaciones puedan sucumbir ante presiones directas o indirectas de los Estados cuyos valores califican.

E) Efectos sobre las entidades de crédito

Las entidades de crédito pueden utilizar las calificaciones de riesgos en el marco de contratos privados de préstamo, apertura de crédito, financiación, etc.

⁽⁵⁷⁾ V. SEC “Report on the Role and Function ...” cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, p. 28, donde distingue entre los usos de las calificaciones por las firmas compradoras de valores (contraste de análisis internos y cumplimiento de regulaciones) y por las firmas vendedoras de valores (calidad de los valores vendidos).

⁽⁵⁸⁾ V. SEC “Report on the Role and Function ...” cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, pp. 5 y 6, sobre los usos regulatorios de las calificaciones en las leyes federales de valores.

IV. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: SU ESTATUTO JURÍDICO

1. **Noción de Agencia de Calificación Crediticia**

Una ACC es una entidad cuya actividad es la emisión de calificaciones con vistas a la evaluación del riesgo crediticio de los emisores de valores representativos de deuda o de dichos valores ⁽⁵⁹⁾. Aun cuando la anterior definición del Código de la OICV es compartida en el ámbito comunitario europeo, ha suscitado algunas dudas —especialmente pensando en que sirva de punto de partida a una futura regulación de dichas ACCs— sobre su carácter excesivamente amplio que podría llevar a incluir ciertos departamentos de investigación de mercado de las firmas o de los bancos de inversión, o estrecho, que podría llevar a excluir a ciertas agencias que proporcionan calificaciones de riesgos a entidades que, no siendo emisores de valores en acto, sí lo son en potencia ⁽⁶⁰⁾.

Procede tener en cuenta que, en el Derecho bancario comunitario, se utiliza el concepto de “Instituciones Externas de Evaluación del Crédito” (las “External Credit Assessment Institutions”, ECAIs) que, siendo sustancialmente análogo al de las ACCs, no debe ser identificado con aquéllas por las diversas consecuencias jurídicas que comporta. En tal sentido, la nueva Directiva bancaria de solvencia no establece un sistema de licencia única europea de las ECAIs, que deberán ser reconocidas en cada Estado miembro y aun cuando, por regla general, serán reconocidas como ECAIs las ACCs (especialmente, las tres grandes), no existe una equivalencia legal entre ambos conceptos.

De forma análoga a lo que sucedía con la calificación de riesgos, también aquí la noción de ACC debe completarse por exclusión, distinguiéndola de figuras afines. A tal efecto, conviene recordar que, en el mercado de valores (especialmente, de renta fija) actúan un conjunto de “intermediarios informativos” que operan sobre la base de información —pasada o presente— bruta (los registros y bases de datos públicos y privados), junto a otros que evalúan la información y la transforman en interpretaciones de distinto tipo y alcance. Entre estos últimos, conviene distinguir entre los asesores y analistas de inversiones, que transforman la información en recomendaciones de un determinado comportamiento por el inversor (compra, venta o mantenimiento de valores en su cartera), y las ACCs, que transforman la información en opiniones que refle-

(59) Ésta es la definición específica contenida en el Código de OICV/IOSCO antes citado (página 3).

(60) Ver página 4 del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

jan la probabilidad de que un emisor incumpla sus obligaciones financieras en general o las vinculadas a determinados valores de renta fija que haya emitido ⁽⁶¹⁾. Así pues, las ACCs no son asesores de inversión porque, aun cuando comparten la misma materia prima básica (información sobre los emisores y el mercado de valores), el “producto” que ofrecen difiere porque las calificaciones no son recomendaciones operativas de inversión o desinversión en valores, sino opiniones sobre la solvencia de un emisor o de los valores que emite ⁽⁶²⁾. Las ACC tampoco son auditores, porque, si bien parten de la información financiera y contable que le ofrecen los emisores, su misión no consiste en verificarla para determinar si es completa y adecuada en términos generales, sino en servirse de ella para emitir sus opiniones de solvencia.

2. Tipos de Agencias de Calificación Crediticia

Las ACCs se clasifican, en el ámbito internacional, atendiendo a distintos criterios:

a) Según el ámbito material de su actividad, pueden distinguirse entre las ACCs que ofrecen servicios complementarios (por ejemplo, la calificación de riesgos ante escenarios hipotéticos que presenten determinados emisores o la gestión y consultoría de riesgos de instituciones financieras) y aquellas otras que se dedican únicamente a la calificación de riesgos. A su vez, hay ACCs dedicadas a la actividad genérica de calificación de riesgos y aquellas otras especializadas en calificar los riesgos específicos de determinadas regiones

(61) Ver el Informe de OICV/IOSCO antes citado (p. 3).

(62) Recordemos que el Considerando 10 de la Directiva 2003/125/CE distingue las calificaciones de solvencia de las recomendaciones de inversión. Aun así, es evidente la proximidad entre ACCs y asesores de inversión a efectos regulatorios como lo demuestran, entre otros datos, los parecidos conflictos de interés en que pueden verse involucrados ambos intermediarios (sobre los conflictos de interés de los analistas de inversiones ver BELANDO GARÍN, B., ob cit., pp. 161 y ss.). Otra prueba de la proximidad entre las ACCs y los analistas de inversiones la ofrece la regulación estadounidense donde, ante la falta de una regulación estatal específica de las ACCs, la SEC ha venido condicionando desde 1976 el reconocimiento de una ACC a su registro como asesor de inversión conforme a la Ley de 1940. En este sentido, v. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003, cit. p. 8, apartado C) donde señala, al empezar a tratar de la cuestión del examen y supervisión de las ACCs, que las agencias reconocidas (NRSROs) están registradas como asesores de inversiones conforme a la Investment Advisers Act de 1940 porque una regla de la SEC de 1976 exigió tal registro, quizás para otorgar un cierto estatuto jurídico a las ACCs ante la falta de una Ley Federal que las regulara de manera específica). Más adelante (p. 10, pregunta 33) una de las preguntas que formula el documento ante la revisión del estatuto de las ACCs es si el reconocimiento de una ACC debe condicionarse al registro de la misma como asesor de inversiones conforme a la Investment Advisers Act de 1940 y, si es así, cómo se deberían aplicar las distintas secciones de esta Ley a las ACCs.

(ACCs locales que evalúan el riesgo-país de tipo político o de tipo de cambio) o industrias (por ejemplo, en seguros).

b) Según el ámbito geográfico y el tamaño de las ACCs, se distinguen las tres grandes (Moody's, Standard & Poors y Fitch) ⁽⁶³⁾ que actúan internacionalmente con publicación gratuita de sus calificaciones de las pequeñas ACCs que suelen actuar en escenarios regionales y sobre la base de sistemas de suscripción remunerada a sus calificaciones ⁽⁶⁴⁾.

3. El control público de las Agencias de Calificación Crediticia

A) Autoridades públicas de supervisión de las Agencias de Calificación Crediticia

Dado que los intermediarios operativos (empresas o bancos de inversión) que actúan en el mercado de valores están sometidos, por regla general, a la exigencia de una autorización administrativa y consiguiente registro público para acceder a su actividad típica, se viene planteando la necesidad o la conveniencia de que las ACCs deban someterse a requisitos de autorización o registro análogos. A este respecto, la generalidad de los países a nivel mundial no cuentan con una autoridad pública particularmente dedicada a la supervisión de aquéllas, sin perjuicio de que en muchos de ellos dichas ACCs puedan registrarse voluntariamente ante la autoridad supervisora del mercado de valores y que, en todo caso, estén sometidas a un conjunto de regulaciones generales del mercado de valores que prohíben el fraude, la manipulación y el abuso de información privilegiada ⁽⁶⁵⁾.

Debe tenerse en cuenta que, cuando existe una autoridad pública que supervisa la actividad de las ACCs —autoridad que depende, en última instancia, del Gobierno respectivo— y, al tiempo, se someten los valores de deuda pública que emite aquel Gobierno a calificación por las ACCs, el Código de la OICV

⁽⁶³⁾ Las páginas web de estas ACCs resaltan el carácter global y la cuantía de las emisiones calificadas. Así, Moodys señala que mantiene oficinas en los centros financieros más importantes del mundo, con 2.000 empleados, incluidos más de 1.000 analistas y que califica un volumen total de 35 trillones de dólares, abarcando 100 Estados, 10.000 emisores privados, 100.000 valores de deuda pública, etc. y acaba diciendo que “una calificación de Moodys proporciona un pasaporte superior para los mercados de capitales globales. Por su parte Fitch se identifica como una agencia de calificación global con más de 50 delegaciones que cubre más de 80 países.

⁽⁶⁴⁾ Ver el Informe de OICV/IOSCO antes citado (p. 4).

⁽⁶⁵⁾ Ésa es la situación que describía el Informe de OICV/IOSCO antes citado de septiembre de 2003 (p. 6).

impone medidas de separación del personal de dichas ACCs implicado en una y otra facetas ⁽⁶⁶⁾.

B) Niveles de regulación de las Agencias de Calificación Crediticia: autorregulación vs. regulación pública

Existe, por tanto, un consenso internacional sobre la necesidad de adoptar medidas de ordenación de las ACCs y de la actividad que desarrollan. Ahora bien, llegados a este punto, los pareceres varían sobre la intensidad de tal ordenación y, esencialmente, por orden de intensidad regulatoria, se pueden agrupar en dos soluciones que, en ocasiones, se plantean de forma alternativa mientras que, en otras, de forma cumulativa ⁽⁶⁷⁾:

a) En primer lugar, la opción por la autorregulación de las ACCs sobre la base de códigos de conducta —inspirados, básicamente, en el de la OICV— que las ACCs deben adoptar, cumplir o explicar ante el mercado las razones de sus incumplimientos, aplicando la técnica general de los códigos de conducta de “cumplir o explicar”. En este punto, se ha planteado la conveniencia de crear un tribunal arbitral internacional al que pudieran acudir los emisores o inversores para denunciar el incumplimiento por las ACCs de sus códigos de conducta.

b) En segundo lugar, la opción por la heterorregulación pública, al considerar que la autorregulación no será eficiente a la vista del oligopolio efectivo de las ACCs en el mercado internacional. Esta segunda opción admite, a su vez, dos grados de intensidad dependiendo de si se establece un régimen de mero registro o si dicho registro debe venir precedido por una autorización y regulación sustancial.

C) Niveles de reconocimiento internacional de las Agencias de Calificación Crediticia

La actividad de calificación presenta una dimensión necesariamente global, dada su necesaria proyección sobre un mercado de valores en el que los bonos y las acciones de los emisores significativos a efectos de la calificación —esto es, los que precisan de tal calificación para colocar los valores que emiten y para lograr que aquellos alcancen un grado satisfactorio de liquidez— se colocan y negocian en mercados de dimensión internacional. Este carácter esencialmente global provoca ciertas especialidades en los procesos de autori-

⁽⁶⁶⁾ Ver la medida 2.10 del Código, traducido por nosotros en la sección de Documentos de esta misma *RDBB*.

⁽⁶⁷⁾ Ver páginas 24 y 25 del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

zación y registro de las ACCs, dada su estructuración habitual en forma de grupos multinacionales, más o menos cohesionados mediante filiales o firmas asociadas, respectivamente. Así, la búsqueda de la mayor eficiencia de supervisión y el ahorro de costes en el acceso de las ACCs a los respectivos mercados de valores nacionales lleva a plantear varias soluciones que, de mayor a menor capacidad armonizadora, son:

a) Un sistema de licencia o registro único en el que las ACCs sean autorizadas y se registren ante una sola autoridad nacional, con reconocimiento internacional de dicho registro.

b) Un sistema de licencia o registro múltiple en el que las ACCs deban ser autorizadas en cada Estado. Este segundo sistema puede ofrecer las siguientes variantes: la ACC extranjera se registra como tal en el Estado de acogida, cumpliendo una serie de requisitos adicionales; la ACC puede registrar una sucursal en el Estado de acogida, la ACC debe constituir una filial en el Estado de acogida. En estos casos, el procedimiento de autorización y registro ofrecerá ciertas especialidades si la ACC solicitante es sucursal o filial de una ACC internacionalmente reconocida ⁽⁶⁸⁾.

Es evidente que la primera solución de licencia única para las ACCs exige un grado de armonización previa de los requisitos que los diversos Estados deben exigir para que las ACCs accedan y ejerzan su actividad calificadora que dista de ser alcanzable a corto plazo en el ámbito internacional e, incluso, en el comunitario ⁽⁶⁹⁾.

⁽⁶⁸⁾ En el área iberoamericana observamos soluciones en la línea de admitir el registro de ACCs extranjeras con ciertas exigencias específicas, sin perjuicio de la expresa posibilidad de que las ACCs nacionales celebren convenios de franquicia, representación o colaboración con ACCs extranjeras. Así sucede en Argentina, donde el artículo 21 del Decreto Nacional 656/1992 establece que “las sociedades calificadoras constituidas en el extranjero podrán solicitar su inscripción y autorización para actuar como tales en el territorio de la Nación, debiendo acreditar a ese fin el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 6.º” (requisitos generales para obtener la inscripción) y otros requisitos originarios, como su constitución acorde con las leyes de su país de origen y el efectivo desempeño de su actividad durante dos años; mientras que su artículo 20 prevé aquellos convenios de ACCs nacionales con ACCs extranjeras. En El Salvador, el artículo 88 de su Ley del Mercado de Valores establece que, junto a las ACCs nacionales, podrán ofrecer el servicio de calificación e inscribirse en el Registro Público Bursátil las Sociedades Clasificadoras de Riesgo Internacionales reconocidas por la SEC estadounidense y las Sociedades Clasificadoras de Riesgo Extranjeras, inscritas en el organismo fiscalizador del mercado de valores de su país respectivo, que estén participadas por las primeras Sociedades Clasificadoras de Riesgo Internacionales, con las que deben celebrar un convenio de asistencia técnica.

⁽⁶⁹⁾ Sin perjuicio de que el Dictamen del BCE antes citado, en su apartado 3.6, indique que el reconocimiento mutuo de las ECAIs debería ser el principio general aplicable en la UE para reducir el riesgo de arbitraje reglamentario.

D) Criterios y requisitos de reconocimiento oficial de las Agencias de Calificación Crediticia

Una vez alcanzado el consenso internacional sobre la conveniencia de un mecanismo de reconocimiento oficial de las ACCs, se plantea la necesidad de seleccionar los criterios y requisitos exigibles para que aquel reconocimiento se produzca. Entre ellos, las jurisdicciones en que se produce el reconocimiento mencionan los sistemas de gestión de los conflictos de interés actuales o potenciales, la transparencia y solidez de la metodología de análisis, la preparación y formación de su personal, los recursos financieros y personales, el reconocimiento por reguladores financieros extranjeros, etc. En particular, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha propuesto un conjunto de criterios de homologación (objetividad, independencia, transparencia, políticas de publicidad, recursos y credibilidad respecto de los partícipes en el mercado) que los reguladores bancarios pueden utilizar cuando establezcan si las calificaciones de una ECAI pueden utilizarse para determinar los requisitos de solvencia bancaria ⁽⁷⁰⁾.

En la actualidad, el máximo consenso internacional sobre los requisitos exigibles a las ACCs se deduce de las medidas del Código de Conducta de la OICV de diciembre de 2004, medidas que afectan tanto a la estructura de aquellas ACCs como a los rasgos funcionales exigibles en el desarrollo de su actividad, extremos ambos a los que nos referiremos a continuación.

4. Condiciones de acceso a la actividad de las Agencias de Calificación Crediticia

A la vista tanto de las normas e informes de armonización internacional como de las regulaciones vigentes en determinados Estados ⁽⁷¹⁾ (especialmente iberoamericanos), podemos identificar tres tipos de requisitos estructurales que deben cumplir las ACCs tanto en el momento de acceder a la actividad de

⁽⁷⁰⁾ Ver el Informe de OICV/IOSCO antes citado (p. 8). En particular, el Dictamen del BCE antes citado, en su apartado 3.4. indica que el proceso de evaluación de las ECAIs por las autoridades competentes debe examinar los aspectos de la propiedad y estructura organizativa, recursos financieros, dotación de personal y conocimientos especializados y gobierno corporativo, procedimientos internos efectivos para prevenir y gestionar conflictos de interés y para evitar el abuso de información confidencial.

⁽⁷¹⁾ V. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003, cit., p. 5 sobre los “Criterios de reconocimiento” de las ACCs. En este sentido, tiene especial interés la Carta de Reconocimiento de Dominion como ACC reconocida (“Letter Recognizing Dominion Bond Rating Service Limited as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization, February 24, 2003”) —que puede consultarse en la página web de la SEC— donde se reflejan los aspectos examinados en el proceso de reconocimiento: estructura organizativa, proceso de calificación, procedimientos internos para prevenir abusos de información, etc.

calificación como durante todo el tiempo en el que ejerzan tal actividad y estén inscritas en el correspondiente registro público; siendo su incumplimiento sobrenvenido causa de revocación de la autorización o de caducidad del registro. Tales requisitos pueden agruparse en tres grandes categorías.

A) Requisitos que afectan a su estructura jurídica

a) Las ACCs deben adoptar, por regla general, la forma de sociedad mercantil, en concreto, de sociedad anónima⁽⁷²⁾, sin perjuicio de que, en ciertos casos, puedan adoptar la forma de sociedades de responsabilidad limitada⁽⁷³⁾ o de que, excepcionalmente, se imponga una forma de sociedad de personas⁽⁷⁴⁾.

b) En la denominación de las ACCs debe figurar, con carácter exclusivo y excluyente, su condición de entidades calificadoras de riesgo⁽⁷⁵⁾.

c) Las ACCs deben tener como objeto social exclusivo el desarrollo de la actividad de calificación⁽⁷⁶⁾, si bien suelen admitirse actividades accesorias mientras no presenten incompatibilidades y conflictos de interés con su actividad típica y principal de calificación⁽⁷⁷⁾.

d) Las ACCs deben establecer en el seno de su organización “murallas chinas” tanto de tipo informativo, para evitar la circulación interna de información confidencial, como operativo, para aislar la actividad de calificación respecto de otras eventuales actividades accesorias y el personal implicado en las calificaciones del implicado en las retribuciones.

(72) Así sucede en el caso de Argentina [artículo 6.º a) del Decreto Nacional 656/1992]; de México (disposición segunda), y de Costa Rica (artículo 144 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores).

(73) Así sucede en el caso de Ecuador (artículo 176 de su Ley de Valores).

(74) Es el caso de Chile, donde el artículo 72 de la Ley del Mercado de Valores exige que las entidades clasificadoras de riesgo sean sociedades de personas.

(75) Así sucede en el caso de Argentina [artículo 6.º c) del Decreto Nacional 656/1992]; en Chile (artículo 71, párr. 3.º de su Ley del Mercado de Valores); en Costa Rica (artículo 144 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores); en Ecuador (artículo 176 de su Ley de Valores); en Perú (artículos 9.º del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo).

(76) Así sucede en el caso de Argentina [artículo 6.º b) del Decreto Nacional 656/1992].

(77) Así sucede en Chile (artículo 71, párr. 2.º de su Ley del Mercado de Valores); en Costa Rica (artículo 144 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores); en Perú (artículos 5.º y 6.º del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo); y en Ecuador (artículo 176 de su Ley de Valores).

B) Requisitos que se refieren a su estructura financiera

a) En primer lugar, estos requisitos se refieren tanto a su capital social o patrimonio neto mínimo ⁽⁷⁸⁾, exigiendo, por regla general, que las acciones representativas de aquél sean nominativas ⁽⁷⁹⁾, como a sus recursos propios y coeficiente de solvencia ⁽⁸⁰⁾.

b) En relación con el capital y la estructura financiera de las ACCs, se establecen dos tipos de condicionamientos destinados a garantizar la idoneidad de las personas o entidades que participen de forma significativa en el mismo tanto para garantizar su honestidad comercial y profesional ⁽⁸¹⁾ como para asegurar la independencia estructural de las ACCs. En este último sentido, algunas regulaciones pretenden impedir que ciertas categorías de personas físicas o jurídicas sean propietarias de participaciones en el capital de las ACCs u ostenten en las mismas cargos de administración o dirección ⁽⁸²⁾, así como vínculos financieros excesivos entre las ACCs y los emisores de valores calificados ⁽⁸³⁾ y hacer transparentes, en todo caso, los vínculos que se consideren admisibles ⁽⁸⁴⁾. Asimismo, en otros casos se prohíbe que las ACCs adquieran valores clasificados por ellas ⁽⁸⁵⁾.

(78) Así, en Perú (artículo 10 del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo). Cfr. SEC, “Concept Release”, June 4, 2003 cit., p. 8 Q. 19.

(79) Así sucede en el caso de Argentina [artículo 6.º d) y f) del Decreto Nacional 656/1992]; en Chile (artículo 72, párr. 3.º y 4.º de su Ley del Mercado de Valores).

(80) Así se prevé en Ecuador (artículo 176 de su Ley de Valores).

(81) En Chile, se establecen requisitos de idoneidad para los “socios principales” (artículo 72, párr. 2.º de su Ley del Mercado de Valores).

(82) Así ocurre en Bolivia (artículo 65 de la Ley del Mercado de Valores); Chile (artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores); Ecuador (artículo 190 de la Ley de Valores); El Salvador (artículo 95 de la Ley del Mercado de Valores); y México (disposición cuarta de las aplicables a las instituciones calificadoras de valores).

(83) Así sucede en Argentina, donde se impide que tengan una participación superior al 25 por 100 en una ACC determinadas entidades financieras y las instituciones que garanticen la emisión de valores sujetos a calificación (artículo 12 del Decreto Nacional 656/1992).

(84) Así, el Informe de CESR antes citado constata, en su apartado 73 (p. 13), que los encuestados estuvieron de acuerdo con la opción de hacer transparentes cualquier tipo de vínculo financiero o de otro tipo entre una ACC y un emisor.

(85) Así sucede en El Salvador (artículo 13 del RCD-CR.35/1998) y en Costa Rica (artículo 146 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores).

C) Requisitos relativos a su estructura técnica

Las ACCs deberán contar con medios materiales y humanos idóneos para el desarrollo de la actividad de calificación en las mejores condiciones⁽⁸⁶⁾. En especial, estos requisitos se refieren:

a) A su infraestructura, integrada por recursos personales y materiales suficientes para realizar calificaciones de alta calidad. Esta suficiencia de recursos deberá ser autoevaluada por la ACC tanto en términos generales como en el momento de decidir si asume un determinado encargo de calificación⁽⁸⁷⁾.

b) A la capacidad técnica de análisis y calificación de su personal directivo y técnico, que deberá contar con los conocimientos y experiencia adecuados en materia financiera y de análisis de crédito, según establece la medida 1.4 del Código de la OICV⁽⁸⁸⁾.

c) A la metodología que deben utilizar, que debe ser rigurosa, sistemática, objetivamente verificable y aplicada por los analistas implicados en las calificaciones⁽⁸⁹⁾. Esta metodología de calificación debe permitir a la ACC recibir, procesar y conservar la información que le remitan los emisores y que esté disponible en el mercado que sirva de base a sus calificaciones⁽⁹⁰⁾. En este sentido, son relevantes las medidas 1.1 y 1.5 del Código de OICV que imponen a las ACCs el establecimiento de procedimientos por escrito que garanticen el reflejo adecuado de toda la información disponible en las calificaciones y el mantenimiento de registros internos de tal información.

d) En esta estructura técnica de las ACCs juega un papel decisivo el órgano responsable de efectuar las calificaciones y garantizar la aplicación de la metodología prevista, que se denomina, en las regulaciones iberoamericanas,

(86) Así, por ejemplo, en Bolivia, el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores dispone que “para su inscripción en el Registro del Mercado de Valores, las entidades calificadoras de riesgo, sus socios y administradores deberán acreditar que cumplen con los requisitos de idoneidad, capacidad y experiencia para cumplir estas funciones y los demás requisitos exigidos por el reglamento”.

(87) Ver la medida 1.7 del Código de OICV. Cfr. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003, cit., p. 7 Q. 16 y 17.

(88) Ver nuestra traducción en la sección de Documentos de esta misma *RDBB* y cfr. en México (disposición quinta de las aplicables a las instituciones calificadoras de riesgo).

(89) Medidas 1.2 y 1.3 del Código de OICV.

(90) V. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003, cit., p. 7, Q. 15 y p. 8, Q. 22 sobre la utilización por las ACCs de métodos tradicionales o modelos estadísticos.

consejo o comité de calificación o clasificación de riesgo⁽⁹¹⁾. Se trata de un órgano típico y necesario en las ACCs integrado por personas de probada capacidad de análisis e independencia de criterio⁽⁹²⁾.

e) Otro aspecto relevante en la estructura técnica de las ACCs es la necesaria separación que debe existir entre la actividad de calificación y las restantes actividades accesorias, especialmente de consultoría, que puedan incurrir en conflictos de interés con la primera⁽⁹³⁾.

5. Condiciones de ejercicio de la actividad de las Agencias de Calificación Crediticia

Las ACCs, en el ejercicio de su actividad típica, deberán cumplir una serie de requisitos que afectan a distintos aspectos funcionales. La práctica totalidad de los requisitos funcionales a los que nos referiremos se recogen, como otras tantas medidas, en el Código de Conducta de la OICV que —recordemos— actúa mediante las técnicas típicas de este tipo de Códigos del mercado de valores, esto es: concreción sucesiva de los mandatos por niveles (principios y medidas); margen de adaptación de sus mandatos en los códigos de las ACCs, dejando espacio a la autorregulación y, en su caso, en las normativas estatales; y subordinación el juicio último del mercado, que premiará a las ACCs que cumplan las medidas y castigará a las que las ignoren, sin explicar el porqué de sus incumplimientos⁽⁹⁴⁾.

A) Condiciones referidas a sus aspectos jurídicos

a) El primer requisito funcional que deben cumplir las ACCs es el de independencia. Ello es así porque la condición esencial para que la calificación de un emisor o de un valor sea útil en el mercado y colabore al cumplimiento de

⁽⁹¹⁾ En la práctica internacional se define este comité de calificación (“rating committee”) como “un equipo de profesionales de la calificación de riesgos que reúnen conocimientos y experiencias diversas sobre todas las perspectivas analíticas relevantes para cada emisor (...) y que revisa factores de riesgo de crédito en una gama de escenarios, buscando el consenso sobre cuál debe ser la calificación final” (página web de Moodys, apartado “Understanding Risks”).

⁽⁹²⁾ Sobre la composición y funciones de este consejo o comité de calificación pueden verse, en Argentina, los artículos 10, 11 y 19 del Decreto Nacional 656/1992; en Costa Rica, el artículo 147 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores; en El Salvador, el artículo 89.A) de la Ley del Mercado de Valores; en Ecuador, el artículo 180 de su Ley de Valores; y en Perú, el artículo 8.º del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgos.

⁽⁹³⁾ Ver la medida 2.5 del Código de OICV.

⁽⁹⁴⁾ Ver las medidas 4.1 y 4.2 del Código de OICV.

los objetivos generales que persiguen todas las regulaciones desarrolladas (eficiencia) y de los fines particulares de las propias calificaciones (reducción de la asimetría informativa entre emisores e inversores) consiste en que sea objetiva, entendiéndose por tal la que tenga en cuenta la información disponible y no se vea influida por factores subjetivos que puedan deformar aquella información o su interpretación. Estos elementos deformadores pueden proceder de dos tipos de presiones sobre las ACCs: presiones generales de tipo político o económico (por ejemplo, las de un gobierno que decide condicionar el mantenimiento del registro de una ACC a la obtención de una calificación favorable para los valores de deuda pública que emita por parte de aquélla) y presiones particulares de tipo comercial (por ejemplo, las de un emisor que condiciona la contratación de servicios auxiliares de consultoría de riesgo con una ACC a que ésta califique favorablemente sus valores).

De lo anterior puede inferirse que, cuando nos referimos a la prevención de las presiones generales, podemos hablar de independencia en general, mientras que, si nos referimos a la prevención frente a las segundas presiones particulares, podemos hablar de gestión adecuada de los conflictos de interés. También podemos inferir que la independencia de una ACC —al ser un valor genérico que actúa como presupuesto de su reputación—, deba mantenerse tanto de forma real como aparente ⁽⁹⁵⁾ porque cualquier apariencia de dependencia es susceptible de dañar aquella reputación y, con ella, el principal activo de cualquier ACC.

La independencia de una ACC se proyecta de forma operativa en la integridad de los procesos de calificación de los valores en particular, en cuanto procesos no condicionados por dependencias directas o indirectas de la ACC calificadora ni de sus empleados o analistas que intervienen en el procedimiento de calificación ⁽⁹⁶⁾.

Por otro lado, si recordamos que las ACCs son intermediarios informativos del mercado de valores, la posición relativa del factor esencial de su inde-

⁽⁹⁵⁾ Así, la medida 2.2 del Código de la OICV impone a las ACCs y a sus analistas el deber de mantener tanto la sustancia como la apariencia de independencia y objetividad.

⁽⁹⁶⁾ De ahí que no resulte extraño que las grandes ACCs proclamen la vinculación de los tres factores indicados diciendo, por ejemplo, que “la independencia e integridad nos ha granjeado la confianza de los participantes en los mercados de valores mundiales” (página web de Moodys, apartado “Moody’s Role in the Global Capital Markets”) o que, “a lo largo de su historia, (...) ha establecido y ejecutado políticas, procedimientos y controles internos para garantizar la objetividad e integridad de sus calificaciones” (página web de Fitch).

pendencia se puede expresar como independencia “ante” los inversores y “respecto de” los emisores⁽⁹⁷⁾.

Dado que la independencia de las ACCs es un valor que actúa en un doble sentido (como un activo inmaterial de las propias ACCs y como una exigencia del mercado y del público inversor en general), tiene relación directa con la noción de conflictos de interés⁽⁹⁸⁾, porque los intereses de emisores calificados y de los inversores que confían en las calificaciones publicadas pueden entrar en conflicto con los de las ACCs si éstas pierden su independencia. Así, por ejemplo, una ACC que perciba el 80 por 100 de sus remuneraciones de un solo emisor, por todos los conceptos (20 por 100 por calificación y 60 por 100 por informes de solvencia o cálculo de riesgos), no estará en las condiciones idóneas para respetar el legítimo interés de los inversores en la objetividad de las calificaciones que realice respecto de aquel emisor. En este sentido, podríamos decir que la independencia de las ACCs es un valor que se predica en potencia y de modo general mientras que la gestión adecuada de los conflictos de interés se plantea en cada caso concreto en que aquellos conflictos se manifiestan⁽⁹⁹⁾.

Las medidas contenidas en el Código de Conducta de la OICV para propiciar la independencia de las ACCs y prevenir el nacimiento de conflictos de interés inciden tanto sobre estas entidades como sobre sus empleados y analistas. Dentro de las medidas que afectan directamente a las ACCs, podemos diferenciar entre los criterios generales de actuación (que se contienen en el apartado 2.A; por ejemplo, el contenido en el apartado 2.3) y las medidas instrumentales (que figuran en el apartado 2.B; por ejemplo, la del apartado 2.6). Dentro de las referidas a sus empleados y analistas [que obran en el apartado 2.C)], podemos diferenciar entre las que inciden directamente en su

(97) A este respecto, la Introducción al Código de Conducta de OICV/IOSCO (p. 3) señala que sus miembros constatan que las calificaciones, sin perjuicio de los muchos usos que tienen, existen principalmente para ayudar a los inversores a determinar los riesgos de crédito que afrontan cuando realizan ciertas clases de inversiones. Para alcanzar este objetivo, es vital la independencia de las ACCs respecto de los emisores.

(98) Esta vinculación se manifiesta de forma especialmente clara en la medida 2 del Código de Conducta de OICV que se refiere a la “independencia de la ACC y la prevención de conflictos de interés”.

(99) Así, en Perú, el artículo 7.º del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, dispone, bajo el título de “situaciones que afectan la independencia de la clasificadora” que “la clasificadora deberá abstenerse de prestar sus servicios en aquellas situaciones en que su independencia es afectada”; y en México, la disposición sexta de las aplicables a las instituciones clasificadoras de valores señala que éstas “no podrán tener relación de dependencia económica en la fecha de celebración del contrato de prestación de servicios ni durante la vigencia del mismo”.

remuneración (por ejemplo, la prevista en el apartado 2.11) y las que afectan a su actividad en el mercado de valores (por ejemplo, la prevista en el apartado 2.13).

b) La segunda de las condiciones de ejercicio de la actividad de las ACCs de significación eminentemente jurídica, esencialmente ligada a la anterior independencia, es la disposición de mecanismos de prevención y gestión eficiente de los conflictos de intereses. Así, en la regulación de las ACCs —como en la de cualquier otro intermediario operativo o informativo del mercado de valores— tienen una relevancia esencial los mecanismos de prevención (para que no surjan) y gestión eficiente (cuando hayan surgido) de los conflictos que puedan producirse entre los intereses de la ACC en cuestión y los de sus clientes (emisores o suscriptores) o del mercado en general (concretados por referencia a los inversores). Cabe distinguir, por ello, los conflictos de interés particulares, que enfrentan los intereses de una ACC con los de un emisor o de un suscriptor; y los conflictos de interés generales, que enfrentan los intereses de las ACCs con los de los inversores y del mercado en general.

Dado que los conflictos de interés en que pueden verse implicadas las ACCs pueden tener causas diversas, esta noción de conflicto de interés es múltiple y se relaciona con otros aspectos típicos de la actividad de tales ACCs que examinamos en este epígrafe. En efecto, el Comité Técnico de la OICV ha identificado⁽¹⁰⁰⁾ las siguientes fuentes de los conflictos de interés más frecuentes: los honorarios que las ACCs perciben de los emisores y que pueden llevarles a reducir el riesgo asignado a estos o a los valores que emiten para retenerlos como clientes⁽¹⁰¹⁾; el acceso de las ACCs a información confidencial, que puede llevar a que su personal se vea tentado a abusar de dicha información

⁽¹⁰⁰⁾ En su Informe citado, pp. 10 y 11. Cfr. SEC, “Testimony Concerning Rating the Rating Agencies. The State of Transparency and Competition”, april 2, 2003, p. 4, sobre “potential conflicts of interest” donde identifica dos fuentes principales de tales conflictos: el pago de las calificaciones por los emisores calificados y la prestación de servicios accesorios remunerados por las ACCs.

⁽¹⁰¹⁾ En este sentido, dado que los principales ingresos de las ACCs provienen del pago de las calificaciones por los emisores calificados, se pueden plantear conflictos porque el emisor pretenda influir en la calificación o porque la ACC se vea tentada a mejorar o no reducir la calificación como medida para aumentar o retener clientes. Frente a ello, las ACCs dicen que el riesgo reputacional les impide caer en tales tentaciones y que un solo emisor no supone, por regla general, una proporción significativa de sus ingresos totales. En todo caso, el Código de Conducta impone —en la medida 2.8— la transparencia de las remuneraciones que perciban las ACCs.

para adquirir o vender los valores afectados ⁽¹⁰²⁾; la prestación, por parte de las ACCs, de servicios accesorios al propio de calificación, porque las calificaciones de una ACC pueden verse influidas por el hecho de que un determinado emisor contrate con ella o con su grupo servicios accesorios de consultoría ⁽¹⁰³⁾; y los intereses financieros que las ACCs puedan mantener en los emisores calificados y que pueden conducir a un manifiesto conflicto entre el interés del mercado por contar con una calificación objetiva y el de la ACC por efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella ⁽¹⁰⁴⁾. Según decimos, estas cuatro fuentes de conflictos de interés constituyen otros tantos aspectos esenciales en la regulación del ejercicio de su actividad por las ACCs a los que nos referiremos separadamente en este epígrafe.

Las actuaciones regulatorias en este campo son de varios tipos ⁽¹⁰⁵⁾. Primero, evitar el nacimiento de tales conflictos actuando sobre sus fuentes potencia-

(102) Esta relación entre la noción general de conflicto de interés y el eventual abuso de la información confidencial a la que accedan las ACCs por parte de sus empleados a través de la negociación sobre los valores afectados se pone de manifiesto cuando los Códigos de Conducta de las grandes ACCs (en este caso, el “Fitch Ratings Code of Conduct”), al referirse a los conflictos de interés (apartado 2.11), se remiten al deber de cumplir las previsiones contenidas en documentos que establecen la política corporativa sobre aquellos aspectos (en este caso, el “Fitch Ratings Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy”).

(103) En este sentido, se dice que el incremento de las relaciones entre una ACC y un emisor aumenta las posibilidades de influencia recíproca de modo tal que la ACC puede presionar —con la promesa de una mejor calificación— a los emisores para utilizar sus servicios complementarios y que éstos pueden intentar influir en la calificación, condicionando la contratación de servicios accesorios a la bondad de aquella.

(104) En este sentido, el artículo 179 de la Ley de Valores de Ecuador, bajo el título “de la independencia de otras entidades del mercado” dispone que “las instituciones del sistema financiero así como las reguladas por esta Ley o sus empresas vinculadas no podrán tener, directa ni indirectamente, acciones ni participaciones sociales en el capital de estas sociedades” (calificadoras de riesgo); y el artículo 91 de la Ley del Mercado de Valores de El Salvador señala que “no podrán clasificar valores emitidos por sociedades con las que posean vinculaciones económicas”.

(105) V. SEC, “Concept Release”, June 4, 2003, cit., p. 11, sobre las medidas sugeridas por la SEC para gestionar los conflictos de interés, condicionando el reconocimiento oficial de una ACC a que limite la influencia de los emisores (por ejemplo, prohibiendo que los empleados que participan en la calificación actúen en la captación de nuevos negocios); limite la influencia de los suscriptores (por ejemplo, limitando los contactos entre sus empleados y los suscriptores); limite los servicios accesorios (por ejemplo, estableciendo murallas chinas entre estas actividades y las de calificación); tenga unos recursos financieros adecuados (por ejemplo, patrimonio neto o beneficio anual mínimos de 100.000 dólares); y limite a un máximo del 3 por 100 de su cifra de negocios los obtenidos de una misma fuente, para evitar presiones económicas de sus clientes.

les ⁽¹⁰⁶⁾. Así, por ejemplo, algunas regulaciones establecen que las ACCs no podrán desarrollar servicios accesorios a la actividad de calificación en sentido estricto que puedan generar conflictos de intereses, como asesorar en la realización de una determinada emisión de valores, participar en el capital de los emisores o entidades financieras en general, o participar, por cualquier concepto, en operaciones de reestructuración societaria, tales como fusiones, escisiones, adquisiciones, etc. ⁽¹⁰⁷⁾ Segundo, hacer transparentes tanto los intereses concurrentes con los de las ACCs como los conflictos que puedan producirse ⁽¹⁰⁸⁾. Tercero, una vez identificada una situación de conflicto de interés, la gestión eficiente del mismo puede consistir, según las circunstancias del caso, en eliminarlo, dando preferencia al interés del emisor, del inversor o del mercado; o en compatibilizar los intereses en conflicto ⁽¹⁰⁹⁾.

Por último, conviene recordar que, dado que las ACCs viven de su reputación en el mercado y dado que la opinión del mercado sobre la existencia de conflictos de intereses mal resueltos por una ACC puede dañar gravemente su credibilidad, los Códigos de Conducta de las grandes ACCs obligan a sus empleados a evitar no sólo los conflictos de interés reales, sino también los aparentes ⁽¹¹⁰⁾.

c) Un tercer requisito funcional jurídico de las ACCs se refiere a su necesaria especialización en la actividad calificadora y en la imprescindible

⁽¹⁰⁶⁾ En este sentido, el documento “Fitch Ratings Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy” establece, en su Apartado V dedicado a los conflictos de interés, una serie de restricciones para sus empleados que les impiden poseer valores emitidos por emisores calificados o por fondos del sector que analicen) y que están destinadas a evitar la posibilidad de que se produzcan abusos de información privilegiada y a prevenir el nacimiento de conflictos de interés reales o la mera apariencia de aquellos.

⁽¹⁰⁷⁾ Éstas son algunas de las “prohibiciones de las calificadoras de riesgo” previstas en el artículo 178 de la Ley de Valores de Ecuador.

⁽¹⁰⁸⁾ En este sentido, el Informe de CESR citado constata (en p. 10, apartados 5.1 y ss.) la opinión general favorable a hacer públicos los intereses y conflictos entre los intereses de las ACCs y sus accionistas y la creencia mayoritaria en que la confianza en las ACCs se incrementaría si se publicaran las medidas introducidas para gestionar y manifestar los conflictos de interés (por ejemplo, medidas del tipo de la 2.5 del Código de OICV/IOSCO).

⁽¹⁰⁹⁾ El Código de la OICV dispone —en su medida 2.6— que las ACCs deben tener establecidos procedimientos internos por escrito que identifiquen y eliminen, gestionen y hagan públicos los conflictos de interés.

⁽¹¹⁰⁾ Así, insisten en la necesidad de evitar la mera apariencia de tales conflictos que surge cuando un inversor o emisor razonable pueda considerar que otros intereses, responsabilidades o deberes del empleado de la ACC intervienen en la calificación, aun cuando este considere que puede adoptar una decisión incondicionada (ver el apartado 2.11 del “Fitch Ratings Code of Conduct”).

separación de las actividades accesorias, cuando las efectúe, para evitar la generación de conflictos de intereses. Según vimos anteriormente, las regulaciones suelen establecer que las ACCs deben tener como objeto social principal la calificación, aunque permiten que presten —directamente o a través de filiales— servicios accesorios, siempre que no produzcan conflictos de interés. También hemos visto que esta prestación de servicios accesorios al propio de calificación es una fuente típica de aquellos conflictos porque las calificaciones de una ACC pueden verse influidas por el hecho de que un determinado emisor contrate con ella o con su grupo servicios accesorios de consultoría. Además, podríamos encontrarnos ante situaciones de “profecías que se cumplen a sí mismas” si una ACC o su grupo ofrece a un determinado emisor un servicio de asesoramiento sobre gestión de riesgo en el diseño de una emisión de modo tal que, si el emisor sigue las recomendaciones dadas por la ACC o su filial, los valores emitidos gozarán de una calificación favorable.

A este respecto, las grandes ACCs han manifestado ⁽¹¹¹⁾ que son conscientes de estos riesgos y que intentan hacerles frente bien suprimiendo los servicios accesorios en términos generales o respecto de los emisores calificados; o bien que, cuando presten tales servicios accesorios, establecen barreras informativas y operativas consistentes entre las entidades, departamentos y personal que se ocupen de la actividad de calificación y de los servicios auxiliares ⁽¹¹²⁾. En parecido sentido, en el ámbito europeo, los partícipes en el mercado se muestran contrarios a la prohibición de prestar servicios accesorios por el riesgo de nacimiento de conflictos de interés, y favorables a que tales conflictos se hagan transparentes al mercado y a que se establezcan las barreras preventivas pertinentes ⁽¹¹³⁾.

El Código de la OICV impone la separación, legal y operativa, entre la actividad calificadora y los servicios accesorios de análisis o consultoría que puedan ofrecer las ACCs; y la existencia de procedimientos y mecanismos que minimicen la posibilidad de que deriven conflictos de interés de tal multifuncionalidad ⁽¹¹⁴⁾.

(111) Y así consta en el Informe de OICV/IOSCO, p. 11.

(112) Así, el “Fitch Ratings Code of Conduct” empieza señalando, en su apartado 2.14, que “separará, tanto operativa como jurídicamente, su negocio de calificación y análisis de cualquiera de sus otros negocios que pueda presentar un conflicto de interés” y publica un documento sobre su “Firewall Policy” que se ordena en tres posiciones: dentro de la muralla, cruzando la muralla y fuera de la muralla.

(113) Ver el Informe de CESR, p. 11.

(114) Ver las medidas 2.4 y 2.5 del Código.

B) Condiciones referidas a sus aspectos financieros

a) La primera condición funcional financiera se refiere a la solvencia de las ACCs. Así, las exigencias estáticas iniciales de un determinado capital mínimo o recursos propios para acceder al mercado deben ser complementadas por exigencias dinámicas sucesivas de solvencia de las propias ACCs, entendida como una proporción adecuada entre sus recursos propios y los riesgos que asumen por su actividad calificadora. Esta solvencia tiene relación directa con la independencia de estas ACCs ⁽¹¹⁵⁾.

b) La segunda condición funcional financiera de las ACCs se refiere a la estructura de sus remuneraciones, que debe garantizar un grado de diversificación suficiente para que su independencia de criterio quede salvaguardada. En este sentido, conviene recordar que la amplitud de cada mercado nacional de calificaciones permitirá exigir un mayor grado de diversificación, de modo tal que puede establecerse una relación de proporcionalidad inversa según la cual: a mayor amplitud del mercado de calificación, menor será el porcentaje admisible de concentración y viceversa ⁽¹¹⁶⁾.

En este sentido, la OICV ha constatado ⁽¹¹⁷⁾ que las grandes ACCs reciben la mayor parte de sus ingresos de los emisores cuyos valores califican, mientras que las pequeñas ACCs, especializadas en determinados sectores, reciben sus retribuciones de los suscriptores de sus opiniones. En el primer caso, los honorarios que reciben las ACCs suelen ser establecidos de común acuerdo con los emisores, teniendo en cuenta, por regla general, el tamaño y el tipo de emisor y la complejidad de la emisión. La extrema sensibilidad de las discusiones que puedan mantener las ACCs con los emisores referidas a estos aspectos retributivos hace que el Código de Conducta de la OICV —y, siguiendo al mismo, los Códigos de Conducta de las grandes ACCs— restrinjan el personal implicado a los equipos directivos, sin implicar a los analistas ⁽¹¹⁸⁾. En el segundo caso, la razón de que las pequeñas ACCs reciban gran parte de su retribuciones de los

(115) V. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003 cit., p. 11, se pronuncia sobre la conveniencia de reducir la dependencia excesiva respecto de emisores o suscriptores.

(116) Así, comprobamos que, mientras en el mercado estadounidense las exigencias de diversificación son muy intensas y, por ello, los porcentajes de concentración muy reducidos (v. SEC, “Concept Release”, june 4, 2003 cit., p. 11 donde sitúa en el 3 por 100 el porcentaje máximo de remuneraciones procedentes de una sola fuente), en los mercados iberoamericanos, se admiten porcentajes de concentración de hasta el 25 por 100 de los ingresos de una ACC respecto de un solo emisor.

(117) En su Informe citado (pp. 9 y 10).

(118) Ver la medida 2.12 del Código de OICV/IOSCO y cfr. el apartado 2.12 del “Fitch Ratings Code of Conduct”.

suscriptores reside en que los grandes emisores, por regla general, cuando ya cuentan con calificaciones generalmente reconocidas, no están dispuestos a solicitar calificaciones de ACCs pequeñas y relativamente desconocidas; razón por la cual estas últimas emiten calificaciones no solicitadas como una forma de ir construyendo su reputación (labor trabajosa que, como antes vimos, condiciona su acceso al mercado).

La estructura y distribución de las fuentes de ingresos de las ACCs tiene relación directa con su independencia, por cuanto una concentración excesiva en un determinado emisor puede afectar a la objetividad de su criterio de calificación respecto del mismo o de los valores que emita⁽¹¹⁹⁾.

El Código de la OICV establece dos tipos de medidas para preservar la independencia de las ACCs que guardan relación con su remuneración: unas inciden sobre la retribución de las propias ACCs, como la 2.8 que exige que manifiesten la naturaleza general de sus acuerdos de retribución con las entidades calificadas y la proporción que exista, en su caso, entre la retribución por servicios de calificación y por servicios distintos de la calificación⁽¹²⁰⁾. Y otras inciden sobre la retribución de sus empleados, como la 2.11, que requiere que un analista no sea remunerado o evaluado sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la ACC obtiene de los emisores que dicho analista califica⁽¹²¹⁾; o la 2.15, que prohíbe a los empleados solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la ACC tenga relaciones empresariales.

Por otro lado, el sistema de cobro de sus honorarios tiene relación directa, también, con la objetividad de las calificaciones que emitan las ACCs, de modo tal que las grandes ACCs excluyen expresamente las tarifas de honorarios relacionadas con el éxito de las emisiones calificadas o condicionadas a la obtención de una calificación determinada. Este mismo deseo de preservar la objetividad lleva a los Códigos de Conducta de las grandes ACCs a garantizar que la

⁽¹¹⁹⁾ Por ello, las grandes ACCs insisten en señalar que “harán todos los esfuerzos para gestionar adecuadamente los conflictos de intereses potenciales derivados del pago de comisiones por los emisores y garantizar que la percepción por (...) de retribuciones por los emisores no afectará a la independencia, objetividad o integridad de sus calificaciones o actuaciones calificadas” (así se expresa el apartado 2.12 del “Fitch Ratings Code of Conduct”).

⁽¹²⁰⁾ El Principio 2.6 de la OICV dice: “Las ACCs deberían manifestar la naturaleza del acuerdo de remuneración que exista con un emisor que la ACC califique”.

⁽¹²¹⁾ El principio 2.4 de la OICV dice: “Los sistemas de información para el personal de la ACC y sus acuerdos de retribución deberían estar diseñados para eliminar o gestionar de forma efectiva los conflictos de interés actuales o potenciales. Un analista de una ACC no debería ser remunerado o evaluado sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la ACC obtiene de los emisores que dicho analista evalúa o con la que el analista actúa”.

revocación del encargo de calificación por parte de un emisor determinado no implicará, por sí misma, la reducción de su calificación⁽¹²²⁾.

En relación con lo anterior, tal y como antes señalábamos, este factor de la remuneración de las ACCs puede ser fuente de conflictos de interés porque los honorarios que perciben de los emisores pueden llevarles a reducir el riesgo asignado a éstos o a los valores que emiten para retenerles como clientes. Las grandes ACCs han manifestado⁽¹²³⁾, en este sentido, que son conscientes de estos riesgos y que actúan al respecto evitando una excesiva dependencia de sus ingresos en lo relativo a un emisor, pero también sostienen que una ACC no estará dispuesta a arriesgar su reputación de independencia para retener a uno o varios clientes porque ello constituiría una conducta irracional ya que acabaría provocando una huida incluso de aquellos clientes para los que una clasificación benevolente de una ACC sin reputación sería inútil para lograr una mejor colocación o negociación de sus valores en el mercado.

En todo caso, las remuneraciones deben ser transparentes para el mercado y, por ello, las principales ACCs hacen públicas sus tarifas de honorarios, con reserva expresa de su facultad de modificación y dan a conocer la proporción entre los honorarios que perciben de un emisor determinado en concepto de servicios de calificación y de servicios diversos⁽¹²⁴⁾.

c) La tercera condición funcional financiera exigible a las ACCs se refiere a sus vinculaciones financieras con los emisores calificados porque éstas son fuente de conflictos de interés entre el del mercado de valores por contar con una calificación objetiva y el de la ACC por efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella. Las grandes ACCs establecen políticas internas que prohíben tales vínculos financieros con los emisores calificados⁽¹²⁵⁾.

C) Condiciones referidas a sus aspectos técnicos

a) La primera condición funcional técnica reside en la diligencia exigible a las ACCs y a sus empleados y analistas en el desarrollo de su actividad típica. Esta diligencia profesional exigible a las ACCs —que se concreta en un arquetipo de analista profesionalmente diligente— determina —según veremos en el epígrafe V.2 de este Estudio— la responsabilidad exigible porque la actuación

(122) Ver el apartado 2.12 del “Fitch Ratings Code of Conduct”.

(123) Y así se recoge en el Informe de OICV/IOSCO, p. 10 y 11.

(124) Ver el apartado 2.12 del “Fitch Ratings Code of Conduct”.

(125) Así lo constata el Informe de OICV/IOSCO, p. 11.

negligente que constituye el primer presupuesto de aquella responsabilidad se establece observando el grado de desviación de la conducta de calificación efectiva respecto de la conducta de calificación debida respecto del paradigma profesional.

b) La segunda condición funcional técnica exige que las ACCs tengan una metodología de calificación consistente. En efecto, las ACCs deben tener métodos consistentes de calificación de riesgos que permitan comparar los resultados de la calificación de distintos valores y tengan en cuenta los escenarios de crisis posibles del emisor y las medidas previstas, en su caso, para continuar efectuando los pagos debidos⁽¹²⁶⁾. Los códigos de conducta de las grandes ACCs insisten en la consistencia y transparencia de sus criterios y métodos de calificación y en la necesidad de revisarlos periódicamente para adaptarlos a las nuevas circunstancias del mercado⁽¹²⁷⁾.

c) La tercera de las condiciones funcionales técnicas que deben reunir las ACCs incide en la continuidad de las calificaciones, entendida como su necesaria revisión y la consiguiente actualización de las opiniones. Ello es así porque, en un contexto esencialmente dinámico y cambiante que puede afectar a la solvencia de los emisores de valores o de los valores emitidos, el mantenimiento de una determinada calificación que fue adecuada en su día a las circunstancias concurrentes, sin actualizarla, puede convertirla no sólo en inadecuada, sino también en engañosa para los inversores.

El Código de Conducta de la OICV procura garantizar la continuidad de los procesos de calificación en varias de sus medidas estructurales (la n.º 1.8, referida a los equipos de calificación); y funcionales (la n.º 1.9, referida a la revisión periódica de las calificaciones). Y presta especial atención al conocimiento por los destinatarios de las calificaciones, sea el público en general o los suscriptores en particular, de cualquier interrupción de las calificaciones (la n.º 1.10).

Los códigos de conducta de las grandes ACCs establecen —siguiendo al Código y los Principios de OICV⁽¹²⁸⁾— dos tipos de deberes relacionados con la actualización de las calificaciones: por un lado, deberes de revisión de los éstos que se hará, por regla general, a solicitud del emisor y siempre que éste proporcione información suficiente para ello y, excepcionalmente, cuando acaezcan sucesos extraordinarios o se evidencie la existencia de fraude, mani-

(126) En este sentido, Moodys aplica este sistema de “plausible crisis scenarios” en un medio y largo plazo que va desde los 5 a los 10 años para abarcar un ciclo económico.

(127) Así lo señala el apartado 2.7 del “Fitch Ratings Code of Conduct”, siguiendo la medida 2.11 del Código de OICV/IOSCO.

(128) Ver las medidas 1.9 y 1.10 del Código de OICV/IOSCO y el Principio 1.2 de OICV.

pulación, información distorsionada u otra conducta inapropiada. Entonces, las ACCs se reservan el derecho a hacer pública una revisión de sus calificaciones sin intervención del emisor. Por otro lado, deberes de vigilancia de las calificaciones realizadas, sobre la base de la información que le propone el emisor o de la que obtengan del mercado⁽¹²⁹⁾.

d) La cuarta condición funcional técnica exigible a las ACCs exige la transparencia tanto de las calificaciones que emite como de los métodos que utiliza. El Código de la OICV exige la transparencia general de sus categorías y métodos de calificación: (medida 3.5) y de su política de distribución de calificaciones (medida 3.2) y la transparencia específica de sus calificaciones concretas (medida 3.1) y de su continuidad (medida 3.4).

e) La quinta y última condición funcional técnica exigible a las ACCs incide en la salvaguarda de la información confidencial que reciben con frecuencia de los emisores calificados, así como de la que se genera en el propio proceso de calificación. En efecto, según vimos anteriormente, el procedimiento típico de calificación implica un flujo de información —verbal y escrita— desde los emisores calificados a las ACCs. Una parte significativa de dicha información no será pública y, por lo tanto, su divulgación selectiva o la negociación en valores valiéndose de la misma dañarían gravemente al mercado. En efecto, el acceso incontrolado de las ACCs a esta información confidencial puede ser fuente de conflictos de interés ya que puede llevar a que el personal de aquellas se vea tentado a abusar de dicha información para adquirir o vender los valores afectados. Las grandes ACCs han señalado⁽¹³⁰⁾ que este tipo de conflictos se gestionan con dos tipos de medidas: salvaguardando la información confidencial a la que accedan y prohibiendo que su personal negocie sobre los valores o emisores calificados.

6. La competencia entre las Agencias de Calificación Crediticia

A) La situación de partida: el oligopolio existente

Como en cualquier otro mercado, la competencia entre las ACCs debe promoverse por los efectos benéficos que tendría, directamente, sobre los usuarios de aquellas calificaciones, en forma de ubicación de las tarifas de comisiones de calificación en su punto óptimo; e, indirectamente, sobre el mercado de valores en general, en forma de lucha por la excelencia de las calificaciones entre las ACCs.

(129) A estas dos acciones diferenciadas de revisión y de vigilancia de las calificaciones se refiere el “Fitch Ratings Code of Conduct” en sus apartados 2.2 y 2.8, respectivamente.

(130) Y así se constata en el Informe de OICV/IOSCO, p. 11.

Sin embargo, la situación de partida en el mercado internacional de calificaciones es de oligopolio derivada del dominio de tres ACCs implantadas internacionalmente (Moody's, Standard & Poors y Fitch). Ello no excluye la existencia de ACCs con ámbitos geográficos de actuación limitados, asociadas a las grandes ACCs o independientes de ellas ⁽¹³¹⁾. Este oligopolio no parece haber producido un aumento desmesurado del coste de las calificaciones, ni una reducción de su calidad, ni una concertación pacífica entre las tres grandes ACCs en perjuicio de los intereses del mercado (como lo demuestran las denuncias de Fitch ante la SEC contra las otras dos grandes ACCs por "notching" a las que después nos referiremos).

La reducida lesividad que parece tener la situación de oligopolio en el mercado internacional de calificaciones no obsta para que exista un consenso internacional sobre la necesidad de abrir el mercado de la calificación a nuevas ACCs tanto de tipo generalista como especializadas ⁽¹³²⁾. Por ello, deben examinarse las patologías del mercado de calificación en dos momentos: en el acceso (barreras de acceso para eliminar las que sean ficticias e ineficientes) y en la permanencia (prácticas concertadas o abusivas).

B) Competencia en el acceso al mercado de calificación: barreras regulatorias y de mercado

Las barreras a la entrada de nuevas ACCs al mercado de las calificaciones son de dos tipos:

a) Barreras regulatorias. El sistema de control oficial de acceso, con exigencias de requisitos estructurales cuyo cumplimiento exige grandes inversiones iniciales, dificulta la entrada de nuevas ACCs y potencia las barreras naturales de mercado de modo tal que la SEC ha aludido a una paradoja del tipo del "huevo y la gallina", esto es, un argumento de círculo vicioso: los usuarios principales de las calificaciones tienen un importante incentivo regulatorio para acudir a las grandes ACCs ya reconocidas (NRSROs) y las nuevas ACCs que pretenden acceder al reconocimiento encuentran grandes dificultades.

(131) Por ejemplo, respecto de dos mercados significativos, podemos citar a Japan Credit Rating (JCR) y a India Credit Rating Agency (ICRA). También resulta interesante recordar que, desde el 24 de febrero de 2003, está reconocida en los EEUU como NRSRO la nueva ACC denominada Dominion Bond Rating Service Limited (DBRSL).

(132) V. SEC "Report on the Role and Function ..." cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, p. 24 donde se constata la competencia limitada en la industria de calificación crediticia y el consenso sobre los efectos benéficos de una mayor competencia y sobre la posible entrada de ACCs especializadas en sectores industriales o financieros.

des para su reconocimiento ⁽¹³³⁾. En el ámbito bancario comunitario, el Dictamen del BCE (apartado 3.5) señala que las autoridades competentes, al evaluar a posibles Instituciones Externas de Evaluación del Crédito (ECAIs), no deben crear barreras al acceso de nuevos participantes con exigencias excesivas respecto de los requisitos previstos en el Anexo VI, Parte 2, apartado 2.1 de la Directiva de adecuación de capital (cuota de mercado, recursos financieros e ingresos, incidencia en la fijación de los precios, etc.) Frente a ello, deben centrar su evaluación en la solidez y solvencia de los métodos de evaluación y calificación. En definitiva, el reconocimiento de nuevas ECAIs respondería fundamentalmente a la aceptación por el mercado y el uso de métodos de calificación solventes.

b) Barreras de mercado. A este respecto, existe un consenso internacional sobre el hecho de que, aun cuando las barreras legales al acceso de nuevas ACCs al mercado no son decisivas, por el contrario sí existen obstáculos de mercado que dificultan aquel acceso, como, por ejemplo, el hecho de que tanto los emisores como los inversores quieren contar con calificaciones de ACCs reputadas internacionalmente, cuyos servicios sean utilizados también por los Estados cuando emiten deuda o por los reguladores financieros nacionales cuando evalúan la solvencia de los bancos o de los emisores en general ⁽¹³⁴⁾. También se ha aludido a las barreras naturales resultantes de la acción combinada del dominio de unas pocas firmas y el hecho de que, por regla general, el mercado no requiere más de dos o tres calificaciones ⁽¹³⁵⁾. Vemos que se trata de barreras de entrada consustanciales al hecho de que la propia actividad de calificación se basa, esencialmente, en la credibilidad y reputación de las ACCs que la realizan y la adquisición de dicha reputación exige un empleo intensivo y prolongado de medios personales y financieros ⁽¹³⁶⁾.

(133) V. SEC "Report on the Role and Function ..." cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, pp. 2 y 45 sobre la reducción de las barreras regulatorias potenciales, con el estudio de los criterios de reconocimiento de las NRSRO, de los plazos de evaluación de aquéllas, de si es posible el reconocimiento de ACCs de objeto limitado a un sector objetivo o geográfico. Recordemos como ejemplo el ya citado caso del reconocimiento de Dominion, donde la Carta de la SEC de 24 de febrero de 2003, se centra en los criterios examinados: 1. Estructura organizativa. 2. Proceso de calificación. 3. Procedimientos internos para prevenir el abuso de información.

(134) Ver el Informe de OICV/IOSCO antes citado (pp. 8 y 9).

(135) V. "Testimony", April 2, 2003, cit. p. 5.

(136) Ver apartado III (páginas 7 y 8) del Documento de marzo de 2005 del Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) antes citado.

C) Competencia durante la permanencia en el mercado de calificación: conductas concertadas y abusos de posición dominante

La situación de oligopolio del mercado internacional de calificaciones posibilita algunas prácticas concertadas o abusivas que deben ser combatidas. Como ejemplo de práctica concertada, podemos referirnos a la queja de Fitch ante la SEC en el sentido de que Standard & Poors y Moodys querían expulsarla de ciertos mercados de calificación de operaciones estructuradas mediante el denominado “notching”, práctica consistente en bajar las calificaciones o negarse a calificar ciertos bonos de titulización salvo que una porción sustancial de los activos que sirven de garantía a aquellos bonos sean también calificadas por ellos⁽¹³⁷⁾. Como ejemplo de prácticas abusivas de posición dominante cabe citar el uso por las ACCs de tácticas violentas (“strong-arm tactics”) para inducir a un emisor al pago de una calificación no solicitada, mediante el envío de facturas por tales calificaciones o tarifas de comisiones.

El reconocimiento de una ACC debería estar condicionado a que establezca procedimientos adecuados para prevenir prácticas ilícitas y anticompetitivas, incluyendo prohibiciones de prácticas tales como exigir que un cliente de calificaciones (emisor) compre servicios accesorios como precondition para calificarle o inducir el pago de calificaciones no solicitadas⁽¹³⁸⁾.

V. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS EN EL MERCADO DE VALORES

1. La función reguladora de la responsabilidad

Si aplicamos a la actividad de calificación de riesgos el principio general de que no debe existir poder sin responsabilidad, podemos hacer el siguiente razonamiento: si existe un consenso internacional sobre el poder —derivado de su reputación— que tienen las ACCs en los mercados financieros en general y en el mercado de valores en particular (hasta el punto de que se admite que una mala calificación puede impedir la colocación de valores de deuda pública en el

(137) V. SEC, “Testimony”, april 2, 2003, cit., p. 5, apartado 4 y SEC “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”, *Special Study*, january 24, 2003, pp. 2 y 44, donde se examinan si las alegaciones de prácticas restrictivas de la competencia por las tres grandes ACCs estaban justificadas.

(138) V. SEC, “Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws”, june 4, 2003, pp. 12 y 13, sobre las actuaciones para eliminar estas patologías.

mercado o incluso expulsar del mercado a ciertos emisores privados), entonces, deben asumir y serles exigida una responsabilidad proporcionada a aquel poder⁽¹³⁹⁾.

El caso paradigmático, en la práctica internacional, de eventual negligencia y responsabilidad de las ACCs fue el de su actuación en el escándalo de ENRON. Allí, frente a las críticas de las autoridades estadounidenses en el sentido de que, hasta 4 días antes de la quiebra, habían mantenido una buena calificación de los bonos emitidos por la Compañía antes citada⁽¹⁴⁰⁾, las grandes ACCs respondieron diciendo que fue en aquel momento —y nunca antes— cuando las auditoras desvelaron los artificios contables y que la calificación de los bonos era de solvencia intermedia (BBB). A este respecto, el primer argumento defensivo plantea la delicada distinción entre auditoría y calificación de solvencia y las relaciones de ambas actividades (ver el epígrafe III.1 de este Estudio), con los corolarios de las transferencias de responsabilidades entre auditores y ACCs y las dudas razonables sobre la utilidad de unas calificaciones de riesgos que confien ciegamente en la previas verificaciones de cuentas, sin labor alguna de contraste de éstas. El segundo argumento plantea la cuestión del eufemismo en las calificaciones, porque hemos de recordar que el nivel de solvencia asignado a los bonos de ENRON era “intermedio”, lo cual no se compadece con el colapso acaecido 4 días después. Convendría, en todo caso, que las calificaciones expresaran con claridad el grado de riesgo, aun cuando pudieran enojar, cuando procediera, a los emisores calificados porque, de lo contrario, serán los inversores (particularmente, los pequeños inversores menos avisados) quienes pueden verse inducidos a invertir en valores con un grado de solvencia claramente insatisfactorio.

2. Los presupuestos generales de la responsabilidad

Antes de examinar el régimen de las diversas responsabilidades —civiles, administrativas o penales— en las que pueden incurrir las ACCs o sus administradores, directivos, analistas y empleados con ocasión del ejercicio de su actividad profesional, conviene sentar algunas bases o presupuestos generales de dicha responsabilidades, especialmente referidas a la civil, pero útiles, en gran medida, para todas ellas.

(139) V. SEC “Report on the Role and Function ...” cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, p. 4, donde se hace referencia al caso Enron, como ejemplo de negligencia y de influencia en el mercado de las tres grandes ACCs, y se indica que la exigencia de responsabilidad a las ACCs, ha estado limitada por las excepciones regulatorias y por la Primera enmienda.

(140) V. SEC “Report on the Role and Function ...” cit. en nota (8) *Special Study*, January 24, 2003, pp. 3 y 16.

A) Alcance de las calificaciones

En primer término, conviene recordar cuál es el alcance preciso de la actividad de calificación de determinados emisores de valores o de ciertos valores emitidos. Se trata —según vimos en el epígrafe III.1 de este Estudio— de una opinión sobre la solvencia de aquellos emisores expresada de forma alfanumérica en términos de la probabilidad de cumplimiento de las obligaciones de pago que asumen frente a los inversores como consecuencia de la adquisición por estos últimos de los valores —preferentemente, de renta fija— que emiten⁽¹⁴¹⁾. Estas opiniones se basan en la información que obtienen las ACCs de los emisores, pero no implican una verificación o auditoría de la exactitud y pertinencia de la información recibida.

Por lo anterior, las grandes ACCs se eximen expresamente de cualquier deber de investigación informativa y de cualquier responsabilidad que pudiera derivar de una calificación inadecuada debida al suministro de información errónea por el emisor en cuestión⁽¹⁴²⁾. Sin embargo, estas cláusulas de exoneración anticipada de responsabilidad no deben hacer olvidar que forman parte del acervo internacional de diligencia de las ACCs algunas medidas relevantes a este respecto contenidas en los apartados 1.1 y 1.6 del Código de OICV que imponen el establecimiento de procedimientos que garanticen que toda la información disponible para las ACCs que sea relevante para calificar un emisor o un valor se refleje en dicha calificación y que las ACCs se esfuercen en evitar que sus opiniones y análisis contengan errores o engaños sobre la solvencia de un emisor o de una obligación.

Por otro lado, las calificaciones no implican —de por sí y a falta de mención expresa— juicios de probabilidad sobre el crecimiento futuro de tales emisores ni sobre su capacidad o voluntad de repartir unos dividendos determinados; ni tampoco son recomendaciones de compra, venta o mantenimiento en

⁽¹⁴¹⁾ En este sentido, los códigos de conducta de las grandes ACCs se ocupan de advertir a los usuarios de sus calificaciones que las mismas son “opiniones que reflejan la capacidad de una entidad o de un valor emitido de cumplir sus compromisos financieros tales como intereses, dividendos preferentes y devolución del principal, de acuerdo con sus condiciones”, pero que no son, por sí mismas, hechos y, por lo tanto, no pueden calificarse de verdaderas o falsas (apartado 4.2 del “Fitch Ratings Code of Conduct”).

⁽¹⁴²⁾ Ver al apartado 4.4 (“Disclaimers”) del “Fitch Ratings Code of Conduct”.

cartera de los valores calificados ⁽¹⁴³⁾. Por ello, a falta de una expresa extensión del contenido de sus opiniones o de una prueba de afirmaciones sugerentes en tales opiniones, las ACCs no responderán de reclamaciones de inversores desengañados por el pequeño crecimiento de un emisor calificado favorablemente o que decidieron comprar los valores bien calificados suponiendo su futura revalorización bursátil.

B) Distinción entre obligaciones de medios y de resultado en la actividad típica de las Agencias de Calificación Crediticia

En segundo lugar, procede recordar que, si bien las obligaciones que asumen las ACCs frente a los emisores son obligaciones de resultado en el sentido de que deben producir la calificación u opinión correspondiente en el plazo fijado (respondiendo en caso contrario), las obligaciones que asumen las ACCs frente a aquellos emisores y, sobre todo, ante los inversores y el mercado en general deben calificarse como obligaciones de medios, en cuanto al contenido sustancial de la opinión emitida. Ello es así porque las ACCs no garantizan la solvencia futura de los emisores bien calificados. De modo tal que la insolvencia futura de un emisor bien calificado por una ACC no determina, de forma automática, la responsabilidad de esta última frente a los inversores que adquirieron los valores de renta fija cuyos intereses no se pueden abonar o cuyos principales no cabe amortizar a causa de aquella insolvencia. Habrá que atender a las circunstancias que rodearon aquella insolvencia y ponerlas en relación con las que rodearon la calificación para verificar si, por ejemplo, en función de la información que facilitó el emisor a la ACC o de la disponible en el mercado, la insolvencia era posible, probable, previsible o inminente en el momento de emitirse la opinión.

Por otro lado, el Código de OICV prohíbe —en su medida 1.14— que las ACCs o sus empleados garanticen a un emisor una calificación determinada antes de iniciar el proceso calificador, sin perjuicio de las calificaciones prospectivas que pueden utilizarse en determinadas operaciones societarias.

⁽¹⁴³⁾ Cfr. art. 10.1 del Real Decreto 1333/2005. Los códigos de conducta de las grandes ACCs circunscriben las calificaciones al riesgo de crédito, sin extenderlas a otro tipo de riesgos próximos como las pérdidas derivadas de cambios en los tipos de interés o de otras circunstancias del mercado. Asimismo, dejan constancia expresa de que sus calificaciones “no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener cualquier valor ni se pronuncian sobre la adecuación del precio de mercado, la adecuación de un valor para un inversor particular, o la exoneración fiscal de los pagos derivados de cualquier valor” (apartados 4.3 y 4.6 del “Fitch Ratings Code of Conduct”). En este sentido, recordemos que el Considerando 10 de la Directiva 2004/125/CE establece que las calificaciones de solvencia no son recomendaciones de inversión. Ver el epígrafe III.1 de este Estudio.

C) La diligencia exigible

En tercer lugar, la anterior consideración de los deberes profesionales de las ACCs como obligaciones de medios, en cuanto al contenido sustancial de sus opiniones, obliga a determinar el nivel de diligencia exigible a las mismas, su “lex artis”. Porque, según señalamos anteriormente, será el grado de desviación de la conducta de una ACC respecto de la diligencia que le resulta exigible la que determinará el primer presupuesto de su responsabilidad.

En general, les resultará exigible la diligencia propia de un profesional en el ámbito del mercado de valores y, más en concreto, en el campo de la calificación de los riesgos de insolvencia que presentan los emisores de valores o los valores emitidos. Esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve “in concreto”, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (cfr. artículo 1104 del Código Civil). En concreto, los deberes típicos de las ACCs se refieren a la gestión de la información necesaria para realizar una calificación exacta; de modo tal que las negligencias típicas se referirán a la mala gestión de aquella información⁽¹⁴⁴⁾.

En particular, podemos considerar que la “lex artis” armonizada internacionalmente está integrada por los principios y las medidas del Código de Conducta de la OICV⁽¹⁴⁵⁾. Esta “lex artis” está integrada por principios de actuación⁽¹⁴⁶⁾ y por medidas concretas. Además, debe tenerse en cuenta que este Código, junto a las medidas que contiene, remite, en cada caso, a las regulaciones nacionales aplicables a la actividad de calificación⁽¹⁴⁷⁾. Por ello, cada ACC estará sujeta a los principios y medidas armonizados internacionalmente y, ade-

(144) En este sentido, la SEC, en su “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, *Special Study*, January 24, 2003”, p. 18 enumera las negligencias en que incurrieron las ACCs en el escándalo ENRON refiriéndolas a las conductas de no requerir información suficiente para realizar las calificaciones, aceptar pasivamente la información de los directivos de la Compañía, ignorar las señales de alarma, no prestar la atención suficiente a la salud financiera a largo plazo y no investigar las estructuras financieras complejas. En la p. 32 de este Informe, la SEC insiste en las negligencias de las ACCs consistentes en el examen insuficiente de los estados financieros y de las prácticas contables “agresivas”.

(145) Por ello, no resulta extraño que una parte de aquellas medidas —concretamente, las del apartado 3— se identifique bajo el título de “responsabilidades de la ACC ante el público inversor y los emisores”.

(146) Por ejemplo, los deberes de actuación honesta, íntegra y de buena fe que se contienen en las medidas 1.12 y 1.13 del Código.

(147) Ver la medida 1.11 del Código.

más, a los deberes exigibles en su Estado de origen. Vista la importancia que tiene para las ACCs el cumplimiento de las medidas del Código de OICV, no resulta extraño que el propio Código prevea el establecimiento de mecanismos de comprobación, por las propias ACCs, de su efectivo cumplimiento mediante la identificación de la persona o personas responsables de su supervisión y los sistemas de denuncia interna de los incumplimientos ⁽¹⁴⁸⁾.

Por lo anterior, cabe considerar que las medidas del Código de Conducta de la OICV integran el arquetipo internacional de la ACC diligente y que, ante una acción de responsabilidad civil que pueda interponer un emisor o un inversor contra una ACC, el grado de negligencia de su actuación podrá ser valorado a la vista de las medidas del Código y los Principios de la OICV. Y el Código y los Principios de la OICV serán relevantes, aun cuando la ACC en cuestión no haya adoptado un código de conducta adecuado al Código de OICV, porque es evidente que no cabe “premiar” dicha omisión; o cuando, habiéndolo adoptado, introduzca cláusulas de exoneración anticipada de responsabilidad, que, en su caso, serán eficaces ante culpas leves de la ACC pero no ante actuaciones dolosas o gravemente culposas.

En relación con lo anterior, resulta significativo que las grandes ACCs establezcan en sus códigos de conducta una serie de advertencias —que pretenden ser— exoneratorias de su responsabilidad por la eventual inobservancia de los deberes que se recogen en ellos. Así, señalan que, con la publicación de sus Códigos de Conducta, no pretenden asumir ni asumen responsabilidad alguna, que su contenido no integra contrato alguno, que no otorgan derecho alguno a ningún tercero y que pueden modificarlo discrecionalmente ⁽¹⁴⁹⁾. La validez y eficacia de este tipo de cláusulas exoneratorias en los sistemas de Derecho latino está sujeta a los límites generales que impiden la exoneración anticipada de la responsabilidad civil por dolo o culpa grave y la admiten para los casos de culpa leve (cfr. artículo 1102 del Código Civil).

D) Actuaciones de las Agencias de Calificación Crediticia y de sus administradores, directivos, analistas y empleados

En cuarto lugar, si recordamos que la actividad calificadora de las ACCs se desarrolla mediante actos de las personas físicas que integran su personal (en sentido amplio, comprendiendo sus administradores), debemos plantear en qué medida las responsabilidades derivadas de su actividad se imputarán a la ACC, a aquellas personas físicas o a ambos. Esta clarificación de los criterios de

(148) Ver las medidas 1.15 y 1.16 del Código.

(149) Ver al apartado 4.1 (“Disclaimers”) del “Fitch Ratings Code of Conduct”.

imputación de responsabilidades se hace especialmente necesaria en el caso de las ACCs, si tenemos en cuenta el protagonismo de sus analistas, en las actuaciones previas o calificaciones provisionales, y de los componentes de sus comités o consejos de calificación, en sus calificaciones definitivas.

En este sentido, conviene tener presentes dos medidas del Código de OICV: la que establece que las calificaciones deben ser asignadas por las ACCs y no por un empleado de ellos a título individual (n.º 1.4) y la que obliga a los analistas a aplicar las metodologías corporativas de la ACC (n.º 1.3) ⁽¹⁵⁰⁾.

Los criterios de imputación dependerán del tipo de responsabilidad de que se trate, según sea civil, administrativa o penal. En cuanto a la responsabilidad civil, conviene recordar que el principio general según el cual los empleadores —en este caso, las ACCs— responden de los perjuicios causados por sus dependientes en el ejercicio de las funciones que tengan encomendadas ⁽¹⁵¹⁾ se refuerza por el principio de calificación institucional y no individual que implica la medida 1.4 del Código de OICV antes señalada. En este caso, podría argumentarse que el protagonismo técnico de los analistas y de los comités de calificación justificaría su identificación, en determinadas circunstancias, como centros de imputación de responsabilidad autónomos y distintos de la ACC para la que trabajan. En todo caso, la protección patrimonial del emisor o inversor eventualmente dañado debería llevar a establecer como patrimonio responsable el de la ACC, sin perjuicio de que ésta pueda repetir contra sus analistas si éstos, por ejemplo, se han desviado de la metodología, de los procedimientos o de los criterios de calificación. A estos efectos de identificar a los analistas como sujetos responsables para una eventual repetición de la ACC que se vea obligada a pagar una indemnización por un acto dañoso de su analista, será esencial determinar si el mismo ha ajustado su actuación a la metodología establecida por la ACC (aplicación necesaria conforme a la medida 1.3 del Código de OICV antes señalada).

E) La estructura multinacional de las grandes ACCs y la eventual comunicación de responsabilidades

Por último, conviene tener en cuenta que la estructura multinacional que suelen tener las principales ACCs —con matrices anglosajonas y filiales regionales o locales— plantea un eventual problema de comunicación de responsabilidades. Esto es, conviene examinar en qué circunstancias resultaría admisible “levantar el velo” de la personalidad jurídica de una filial de una ACC interna-

(150) Ver el Documento que se publica en este mismo número de esta *RDBB*.

(151) Cfr. artículo 1903 del Código Civil Español a efectos de la responsabilidad extracontractual.

cional para reclamar a su matriz la eventual responsabilidad civil en que haya incurrido. A estos efectos, procede remitirse, en el Derecho español, a la doctrina sentada por la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo sobre la base de los principios de evitar el fraude de ley (artículo 6.4 del Código Civil) y el abuso de derecho o un ejercicio antisocial del mismo (artículo 7.2 del Código Civil) ⁽¹⁵²⁾.

3. La responsabilidad civil de las Agencias de Calificación Crediticia

La responsabilidad civil exigible a las ACCs puede ser de tipo contractual (por incumplimiento de las obligaciones asumidas en un contrato) o extracontractual (por los daños causados a un tercero interviniendo culpa o negligencia). A este respecto, conviene tener presente que las grandes ACCs tienen establecidos departamentos y servicios de reclamaciones que actúan, de hecho, como mecanismos preventivos de reclamaciones de responsabilidad ⁽¹⁵³⁾. Asimismo, tiene gran relevancia práctica la posibilidad de concertar un seguro que cubra esta responsabilidad civil de forma tal que, a cambio del pago de una prima, la ACC pueda desplazar el riesgo al patrimonio de la aseguradora.

Para que nazca esta responsabilidad, quien la reclame de la ACC deberá acreditar que concurren los tres requisitos siguientes:

a) Que la ACC ha realizado un acto dañoso, entendido como un incumplimiento —por acción u omisión— total o parcial o un cumplimiento defectuoso de las obligaciones legales o convencionales que le resulte imputable a título de dolo o culpa. Si desglosamos estos componentes, podemos decir en primer lugar, que las obligaciones incumplidas por una ACC pueden tener su origen tanto en una regulación pública (por ejemplo, en una ley o reglamento regulador de las ACCs o de la actividad de calificación) como en un pacto privado (por ejemplo, en un contrato de calificación o en un acuerdo de confidencialidad celebrado con un emisor). Aquellas obligaciones también pueden nacer de un código de conducta asumido por la propia ACC incorporando las previsiones del Código de la OICV. En este caso, la asunción pública de tal código hace que sus previsiones sean exigibles por cualquier partícipe del mercado con un interés legítimo. En segundo lugar, que deberá acreditarse que se ha producido un incumplimiento (por ejemplo, la falta de una calificación solicitada por un emisor o el retraso esencial en la misma) o un cumplimiento

(152) V. SÁNCHEZ CALERO, F./SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, 28.ª ed., Navarra 2005, pp. 311 y ss.

(153) Así, el apartado 2.16 del “Fitch Ratings Code of Conduct” establece los sistemas de atención de las reclamaciones externas, encauzándolas a través de los directivos regionales.

defectuoso (por ejemplo, una calificación que se demuestre errónea conforme a la metodología establecida por la propia ACC). En tercer lugar, quien exija la responsabilidad civil habrá de acreditar que aquellos incumplimientos son imputables a la ACC a título de dolo o culpa, pudiendo ser esta última leve o grave. El parámetro para apreciar dicha culpa será la desviación de la ACC o sus analistas, en la actuación calificadora, respecto de la diligencia profesional que les resulta exigible [v. el apartado 2.c) de este epígrafe V].

b) Que el demandante ha sufrido un daño patrimonial, concepto amplio que abarca tanto el daño emergente (por ejemplo, el sufrido por un emisor que ve cómo una calificación crediticia negativa errónea causa una oleada de solicitudes de amortización anticipada de las obligaciones emitidas) como el lucro cesante (por ejemplo, el sufrido por aquel mismo emisor que se ve impedido de colocar una emisión de obligaciones en el mercado de capitales). También cabría mencionar el daño moral en el sentido de la lesión de la reputación del emisor que se ve injusta y erróneamente calificado en su solvencia.

c) Que existe una relación de causalidad eficiente entre el acto dañoso de la ACC y el daño sufrido por quien le exige responsabilidad civil. Así, por ejemplo, un emisor que reclamara la responsabilidad de una ACC debería demostrar que la calificación errónea de su solvencia ha sido la causa del daño derivado de su imposibilidad de colocar una emisión de obligaciones. Por lo tanto, esta relación de causalidad eficiente se rompería si la ACC probara que la frustración de la emisión de obligaciones tuvo como causa principal la información disponible en el mercado de la que se deducía la dudosa solvencia del emisor.

4. La responsabilidad administrativa de las Agencias de Calificación Crediticia

En general, la actividad típica de las ACCs puede ser ocasión o instrumento para la comisión de las infracciones administrativas relacionadas con la información en el mercado de valores, por cuanto ésta es la materia prima que sirve para elaborar las opiniones de calificación.

En el Derecho español en particular, la responsabilidad administrativa de una ACC puede nacer, fundamentalmente, de la infracción de las normas de conducta contenidas en el Título VII de la LMV que rigen la actuación de dos tipos de sujetos⁽¹⁵⁴⁾:

⁽¹⁵⁴⁾ V. nuestra obra *Derecho del Mercado de Valores*, 2.ª ed., Barcelona, 2003, pp. 317 y ss. Téngase en cuenta el Real Decreto 1333/2005.

a) Primero, las normas de conducta dirigidas a cuantas personas físicas o jurídicas actúen en el mercado de valores en general. En este sentido, existen dos normas de conducta que afectan especialmente a la actividad de las ACCs. Se trata, en primer lugar, de la prohibición de abusar de la información privilegiada de que se disponga según lo establecido en el artículo 81 de la LMV, prohibición que adquiere un significado especial en el caso de las ACCs porque, según vimos en los epígrafes precedentes, la elaboración de sus opiniones conlleva con frecuencia el acceso a información confidencial que le comunican los emisores de los valores calificados. Por lo anterior, existe un riesgo especial de que las ACCs puedan incurrir en el tipo de infracción muy grave previsto en la letra o) del artículo 99 de la LMV o en el de infracción grave previsto en la letra x) del artículo 100 de la misma LMV. En segundo lugar, las ACCs también están especialmente sujetas a la prohibición de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios de los valores en el mercado, establecida en el artículo 83 ter de la LMV. En particular, las ACCs son un grupo de alto riesgo en relación con las prácticas de manipulación informativa previstas en la letra c) del apartado 1 del citado artículo 83 ter de la LMV. En consecuencia, existe un riesgo especial de que las ACCs cometan la infracción muy grave tipificada en la letra i) del artículo 99 de la LMV o la infracción grave tipificada en la letra w) del artículo 100 de la misma LMV. En relación con lo anterior, también tiene un significado especial para las ACCs la infracción muy grave tipificada en la letra ll) del mismo artículo 99 de la LMV sobre la difusión maliciosa de informaciones que puedan inducir a error al público sobre la apreciación de un determinado valor.

b) Segundo, las normas de conducta que rigen la actuación de las personas o entidades que actúen en el mercado de valores “asesorando sobre inversiones en valores” (artículo 79.1 y 80 de la LMV), prestando “servicios de asesoramiento de inversión” (artículo 83.1 de la LMV) o “que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados” (artículo 83.2 de la LMV). Procede recordar, a estos efectos, que las ACCs no pueden calificarse, en sentido propio, como asesores de inversiones, sin perjuicio de que puedan prestar servicios accesorios de asesoramiento de inversiones y de que puedan extralimitar, en ciertos casos, sus opiniones para incluir recomendaciones, implícitas o explícitas, de inversión. Por ello, considerando tanto estos casos de eventual extralimitación de su actividad de calificación como el hecho de que las calificaciones puedan denominarse, en determinados casos, sustancialmente como informes sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados, las ACCs estarán sujetas específicamente a las normas de conducta antes reseñadas. Y, en consecuencia con lo anterior, existe el riesgo específico de que las ACCs incurran en las infracciones graves tipificadas en las letras m) y t) del artículo 100 de la LMV.

Por último, procede recordar que existe un tipo de infracción grave genérico en la letra t) del artículo 100 de la LMV que se refiere a las infracciones de las normas de conducta del Título VII de la LMV que no constituyan infracciones muy graves. En consecuencia, cuando una ACC incumpla las normas de conducta que hemos reseñado sin incurrir en infracciones muy graves, se le aplicará aquel tipo de infracción grave.

5. La responsabilidad penal de las Agencias de Calificación Crediticia

En términos generales, podemos decir que la actividad típica de las ACCs puede constituir ocasión o instrumento para la comisión de delitos relacionados con el patrimonio y el orden socioeconómico.

En particular, en el Código Penal español vigente de 1995 podemos identificar ciertos delitos potencialmente relacionados con la actividad típica de las ACCs. Se trata, en primer lugar, de algunos “delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico” tipificados en el Título XIII de aquel Código. Nos referimos a los delitos de extorsión (artículo 243)⁽¹⁵⁵⁾, de estafa (artículo 248 y ss.) y societarios (artículo 290 y ss.). En segundo lugar, podemos identificar otros delitos potencialmente relacionados con la actividad típica de las ACCs como los de revelación de secretos (artículo 197), las falsedades documentales (artículo 390 y ss.) o el tráfico de influencias (artículo 428 y ss.), cuando estemos ante la calificación de valores públicos.

⁽¹⁵⁵⁾ Recordemos a estos efectos algunas prácticas anticompetitivas denunciadas por la SEC consistentes en la remisión por algunas ACCs de facturas pro forma de sus servicios a determinados emisores para inducirles a contratar aquellos servicios de calificación.

CRÓNICA

GOBIERNO CORPORATIVO, TRANSPARENCIA Y CAJAS DE AHORROS

FEDERICO ROS PÉREZ

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA.
 - 1. Concepto y contenido.**
 - 2. Antecedentes.**
 - 3. El gobierno corporativo en Europa.**
 - A) Los primeros códigos de gobierno corporativo.
 - B) El Informe Winter.
 - C) Comunicación de la Comisión.
 - 4. El gobierno corporativo en España.**
 - A) El Informe y Código Olivencia.
 - B) El Informe Aldama.
 - C) Analogías y diferencias entre los Informes Olivencia y Aldama.
 - 5. Regulación vs. autorregulación. Aplicación del principio “cumple o explica”.**
 - 6. Regulación en España para las sociedades cotizadas.**
- III. GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA EN LAS CAJAS DE AHORROS.
 - 1. Aplicación de los principios de gobierno corporativo a las Cajas de Ahorros.**

2. Regulación aplicable en las Cajas de Ahorros.

- A) Informe anual de gobierno corporativo.
 - a) *Estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno.*
 - b) *Operaciones de crédito, aval o garantía.*
 - c) *Operaciones con instituciones públicas.*
 - d) *Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo.*
 - e) *Estructura de negocio del grupo.*
 - f) *Sistemas de control del riesgo.*
 - g) *Resumen del informe de la Comisión de Inversiones*
 - h) *Remuneraciones percibidas.*
 - i) *Recomendaciones de buen gobierno.*
- B) Competencias de la CNMV.
- C) Publicación del informe anual de gobierno corporativo.
- D) Página web. Difusión de hechos relevantes y otras informaciones.
 - a) *Hechos relevantes e informe anual.*
 - b) *Otras informaciones de la página web.*
 - c) *Contenido de la información y responsabilidad de la página web.*
- E) Régimen sancionador.
- F) Competencias estatales y autonómicas en materia de gobierno corporativo.

I. INTRODUCCIÓN

Las recientes modificaciones legislativas del sistema financiero español, han afectado a las Cajas de Ahorros desde una doble vertiente: de una parte, por modificarse la legislación específica de estas entidades y, de otra, por las modificaciones que con carácter general se han introducido en la normativa aplicable a las entidades de crédito.

Así, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —Ley Financiera—, inicia esta importante reforma regulando, entre otras muchas materias, la protección de los clientes, de los inversores en los mercados de capitales, impulsando normas de transparencia y reforzando la regulación de la información relevante y la información privilegiada, y

modificando, asimismo, la regulación de la auditoría. Además, la Ley obliga a las empresas cotizadas a constituir en el seno de su Consejo de Administración, un Comité de Auditoría, cuyas funciones concreta.

Posteriormente, la Ley 26/2003, de 17 de julio, modifica la Ley del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, hace extensiva a las Cajas de Ahorros la obligación de publicar con carácter anual, un informe de gobierno corporativo en la página web de cada entidad. Además, a diferencia de las sociedades cotizadas, se obliga a las Cajas a constituir en el seno del Consejo dos nuevas Comisiones, de Retribuciones y de Inversiones.

Por último, la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, modifica la Ley de Transparencia, en cuanto afecta a las Cajas de Ahorros, extendiendo a éstas la obligación de constituir un Comité de Auditoría —en términos idénticos al de las sociedades anónimas cotizadas, pero con posibilidad de asumir sus funciones la Comisión de Control—, y dando nueva redacción a determinados apartados de la disposición adicional segunda —sobre contenido del informe de gobierno corporativo—, así como a los artículos 20.bis y 20.ter de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, —LORCA— introducidos por la Ley de Transparencia, por los que se creaban las Comisiones de Retribuciones y de Inversiones, antes citadas.

La Ley de Transparencia ha sido desarrollada, en cuanto a sociedades anónimas cotizadas se refiere, por Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y por Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En lo que respecta a las Cajas, se publican con la misma finalidad, la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, y la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la CNMV.

Como veremos posteriormente, procede anticipar que el sistema de gobierno corporativo no se agota con la regulación dada por la normativa citada sino que, por el contrario, esta regulación constituye una parte mínima de aquél, del que forman parte un conjunto de recomendaciones de aplicación voluntaria, que el legislador ha querido que permanezcan en el ámbito de la autorregulación.

II. GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA

1. Concepto y contenido

Como antes hemos indicado, el sistema de gobierno corporativo está integrado, junto a normas de obligado cumplimiento, por un conjunto de recomen-

daciones y prácticas de empresas⁽¹⁾. Así, como recoge el Informe Winter, el gobierno de empresa es un sistema que “... encuentra sus fundamentos en una parte del derecho de sociedades, que define las relaciones internas entre los diferentes sectores de una sociedad, y en parte en un conjunto más amplio de leyes, prácticas y estructuras de mercado de los Estados miembros”⁽²⁾.

Al comentar los códigos de gobierno corporativo que más influencia han tenido en la legislación española, veremos que cada uno de ellos pone el acento en uno u otros aspectos del mismo, sean estos internos —estructura de gobierno de la sociedad y, muy en particular, el funcionamiento del Consejo de Administración—, o externos a la propia sociedad —control externo, normativa del mercado de valores...—, velando unos por los derechos exclusivos de la propiedad —creación de valor para el accionista— y ampliando otros el objetivo a la defensa, no sólo de los accionistas, sino también de todos los interesados en el progreso de la empresa.

Una definición de gobierno corporativo que ha sido asumida por varios tratadistas, se recoge en el Informe Cadbury⁽³⁾, que entiende como tal “el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas”. Otra definición más amplia, asumida también por el Comité de Supervisión de Basilea, es la recogida en los Principios de Gobierno de Empresa de la OCDE de 1999, revisados en 2004⁽⁴⁾ en los siguientes términos: “la gobernanza empresarial hace referencia a las relaciones entre la dirección de una empresa, su Consejo de Administración, sus accionistas y otras partes involucradas en sus actividades. La gobernanza empresarial determina también la estructura por la que se

(1) Los principios de gobierno de empresa de la OCDE de 1999 —p. 4— reconocen que este régimen se compone normalmente de elementos relevantes de la Ley, de los reglamentos, de mecanismos de autodisciplina, de recomendaciones voluntarias y de prácticas de las empresas que son producto de las circunstancias de la historia y de las tradiciones propias de cada país. En este terreno, el equilibrio deseable, entre las disposiciones legislativas, reglamentarias, la autodisciplina, las normas voluntarias, etc., varía de un país a otro.

(2) *Un marco reglamentario moderno para el Derecho Europeo de las Sociedades*. Bruselas, 4 de noviembre de 2002. Es un informe elevado a la Comisión Europea y elaborado por un grupo de alto nivel de expertos en Derecho de Sociedades, designado por el comisario Bolkestein en septiembre de 2001 y presidido por Jaap Winter. El Capítulo III de este informe —pp. 7 y ss.— se dedica al gobierno de empresa.

(3) Informe emitido el 1 de diciembre de 1992 sobre gobierno corporativo, por un Comité creado en mayo de 1991 por el Consejo de Información Financiera, la Bolsa de Londres y la Profesión Contable, para abordar los aspectos financieros del gobierno de las sociedades. El Comité fue presidido por Adrian Cadbury, que da nombre al informe. Para un estudio comparativo con el Informe Olivencia, vid. E. Bueno, *Corporate Governance: del Informe Cadbury al Informe Olivencia*, Euroforum, Madrid, noviembre de 1998, 120 pp.

(4) *Principios de gobierno de empresa de la OCDE*, Les Editions de l'OCDE, París 2004, 75 pp.

establecen los objetivos de una empresa, así como los medios para alcanzarlos, y se garantiza un seguimiento de los resultados obtenidos”⁽⁵⁾.

Para concretar y enmarcar el contenido del gobierno corporativo, nos remitimos, como acertadamente señala BUENO CAMPOS⁽⁶⁾ a los Principios de la OCDE de 1999, revisados y ampliados en febrero de 2004. Los Principios tienen por objeto ayudar a los gobiernos a evaluar y mejorar el cuadro jurídico, institucional y reglamentario del gobierno de empresa y su aplicación es de carácter voluntario.

Estos principios son:

I. “El régimen de gobierno de empresa debería contribuir a la transparencia y a la eficiencia de los mercados, ser compatible con el estado de derecho y

(5) Para otras definiciones de gobierno corporativo, vid. Jordi Canals, *Pautas de buen gobierno en los Consejos de Administración*, *Universia Business Review*, Actualidad Económica n.º 1, primer semestre de 2004, pp. 18-27; en particular p. 16, donde comenta que “... el buen gobierno consiste en aquellas pautas o normas de acción en los Órganos de Gobierno de una empresa que ayudan a que el proceso de toma de decisiones en los distintos niveles sea eficaz, transparente y esté orientado a la supervivencia a largo plazo de la empresa”.

C. ALONSO LEDESMA, “El buen gobierno de las sociedades en Europa”, *RDBB*, n.º 88, octubre-diciembre de 2002, pp. 129-158, en particular p. 132, donde define el gobierno de las sociedades siguiendo el informe Weil, Gotshal & Manges, como “un conjunto sistemático de principios, buenas prácticas, standars de conducta y/o recomendaciones emitidas por un grupo, comisión, comité o asociación y cuyo contenido referido al gobierno interno de las corporaciones (incluidas materias tales como el tratamiento de los accionistas, la organización y puesta en práctica de la supervisión en el seno del Consejo de Administración y la transparencia corporativa), no es ni legal ni contractualmente obligatorio”.

TRIAS SAGNIER —seminario sobre buen gobierno y transparencia en las Cajas de Ahorros, CECA, 16 de abril de 2004—, entiende por gobierno corporativo “El sistema dirigido a asegurar que una entidad es gobernada de forma eficiente para satisfacer los intereses a los que está destinada”.

Por su parte, ARGANDOÑA, A. —“2.ª Jornadas sobre la singularidad de las Cajas de Ahorros Españolas”, Zaragoza, 12 y 13 de noviembre de 2003, en su trabajo sobre *Propiedad y control en los procesos de toma de decisiones*, p. 47— entiende por gobierno corporativo “... el sistema de dirección y control de las organizaciones, en el que se define el reparto de los derechos y obligaciones entre propietarios, inversores, directivos, empleados, etc., así como los procedimientos y reglas establecidos para la toma de decisiones dentro de la empresa”.

VICENT CHULIÁ —*El buen gobierno de las empresas familiares*, AA.VV., Thomson/Aranzadi, Navarra 2004, 328 pp.—, en particular p. 17, define el gobierno corporativo como un ideario que inspira “el movimiento de reformas legales y autorregulatorias orientadas a mejorar la organización y funcionamiento de las empresas y la protección de todos los ciudadanos que tienen intereses en la empresa: trabajadores, consumidores...”.

(6) “Códigos de buen gobierno: situación actual y posibles reformas”, *Dirección y Progreso*, n.º 184, julio-agosto de 2002, pp. 31-37.

definir claramente el reparto de competencias entre las instancias encargadas de la vigilancia, de la regulación y de la aplicación de las normas” (7).

Para conseguir estos objetivos, recoge el Informe que las instancias indicadas deben tener el poder, la integridad y los recursos que les permitan cumplir su misión con profesionalidad y objetividad. Además, sus acuerdos deben producirse en tiempo oportuno y ser transparentes y motivados.

II. “Un régimen de gobierno de empresa debe proteger los derechos de los accionistas y facilitar su ejercicio”.

En desarrollo de este Principio, se determinan cuáles han de ser los derechos elementales de los accionistas (8), el derecho a ser informados y a participar en las decisiones que afecten a cambios fundamentales para la sociedad (9), debiendo tener la posibilidad de participar efectivamente y de votar en las Juntas Generales de accionistas, así como conocer el reglamento de las Asambleas y, especialmente, el procedimiento de votación. Además, recoge también este principio la necesidad de hacer pública la estructura de capital y los dispositivos que permitan ejercer sobre la sociedad un control desproporcionado.

III. “Un régimen de gobierno de empresa debe asegurar un trato equitativo de todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y extranjeros. Todo accionista debe tener posibilidad de obtener la reparación efectiva de toda violación de sus derechos”.

Además de la defensa de los accionistas minoritarios frente a los posibles abusos de los accionistas de control, recoge también este principio el deber de los administradores y directivos, de informar al Consejo de Administración de todo interés significativo que puedan tener, directamente o por cuenta de terceros, en las operaciones que afectan a la sociedad.

IV. “Un régimen de gobierno de empresa debe reconocer los derechos de las diferentes partes interesadas en la vida de una sociedad tales como son definidos por el derecho en vigor, y fomentar una cooperación activa entre las sociedades y las diferentes partes interesadas para crear riqueza y empleo y asegurar la continuidad de las empresas financieramente sanas”.

(7) Este principio ha sido introducido en la revisión de febrero de 2004.

(8) Deben existir métodos fiables de registro de títulos, derecho a ceder o transmitir acciones, a obtener en tiempo oportuno información pertinente y suficiente de la sociedad, a participar y votar en las Juntas Generales, a elegir y revocar administradores y a participar en los beneficios de la sociedad.

(9) Modificación de Estatutos, nuevas emisiones de acciones, operaciones de carácter excepcional.

Entre otros interesados, el Principio comentado alude a los derechos de los trabajadores a participar en las decisiones de las sociedades y a la defensa de los derechos de los acreedores, en caso de quiebra.

V. “Un régimen de gobierno de empresa debe garantizar la difusión en tiempo oportuno de informaciones exactas sobre todos los temas significativos que afecten a la empresa, fundamentalmente la situación financiera, los resultados, el accionariado y el gobierno de esta empresa”.

Este Principio alude a la transparencia de las empresas, que consiste en la obligación de hacer pública determinada información y la forma en que ha de hacerse. En su desarrollo se cita, con carácter enunciativo, la información que debe publicarse ⁽¹⁰⁾ y la necesidad de verificar anualmente las cuentas por auditor independiente, competente y cualificado, responsable ante el Consejo de Administración y los accionistas.

VI. “Un régimen de gobierno de empresa debe asegurar la dirección estratégica de la empresa y la vigilancia efectiva de la gestión por el Consejo de Administración, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo de Administración frente a la sociedad y sus accionistas”.

Este importante Principio, está recogiendo la forma como deben actuar los administradores: con profundo conocimiento de causa, buena fe, con toda diligencia y siempre en defensa de los intereses de la sociedad y de sus accionistas. Además, recoge cuáles han de ser las funciones esenciales del Consejo de Administración, fundamentalmente:

- a) Revisar y dirigir la estrategia de la empresa.
- b) Vigilar las prácticas de la sociedad en materia de gobierno corporativo.
- c) Seleccionar a los principales directivos y determinar su remuneración.
- d) Adecuar las remuneraciones de los principales directivos y de los administradores con los intereses a largo plazo de la sociedad.
- e) Asegurar la aplicación de un procedimiento claramente definido y transparente para el nombramiento y elección de los administradores.

⁽¹⁰⁾ Resultados financieros y de explotación, objetivos, principales participaciones en el capital y derechos de voto; administradores y directivos de la sociedad, así como su remuneración, operaciones vinculadas, factores de riesgo significativos y previsibles, cuestiones importantes que afecten a los trabajadores y otras partes interesadas y las estructuras y políticas de gobierno de la empresa.

- f) Asegurar la integridad de los sistemas de contabilidad y de comunicación financiera de la sociedad.
- g) Vigilar los procesos de difusión de la información y la comunicación de la empresa.
- h) Mantener la objetividad sobre los asuntos de la empresa, con total independencia frente a la dirección, los accionistas y otros intervinientes en posición de influir en la sociedad.
- i) Acceder a informaciones exactas, pertinentes y disponibles en tiempo oportuno, como requisito para asumir su responsabilidad.

En cuanto a la **transparencia** se refiere, hemos de entenderla como equivalente a la obligación de garantizar la difusión en tiempo oportuno de toda la información significativa de la empresa, en los términos que se recogen en el Principio V de la OCDE antes transcrito. Desde esta perspectiva, la transparencia no es más que un aspecto o una parte importante del gobierno corporativo. Posteriormente, al estudiar los Códigos de Gobierno Corporativo publicados en España, profundizaremos sobre esta materia.

No obstante, sí procede anticipar, que el gobierno corporativo abarca dos aspectos perfectamente delimitados y complementarios: un aspecto interno, que afecta a la estructura organizativa de la empresa, a los procesos de toma de decisiones, a los sistemas utilizados para evitar los conflictos de interés, a la forma de actuar de los administradores y directivos, a su retribución, a los sistemas de control interno... etc., y una vertiente externa, por la cual se da información al mercado y a todos los interesados en la supervivencia de la empresa —accionistas, inversores, acreedores...—, de forma clara, veraz, completa y en tiempo, de todos los aspectos relevantes de la empresa, como la situación financiera, las cuentas anuales, composición del accionariado, así como toda la información que afecta al propio funcionamiento interno de la sociedad, en los términos antes comentados. Son como las dos caras de una misma moneda, de la que denominamos transparencia a la vertiente externa o de información.

2. Antecedentes

En las últimas décadas se han producido importantes cambios en la economía, caracterizados por la globalización, la internacionalización de los mercados de valores, en los que juegan un papel cada vez más intenso los inversores institucionales, y las posibilidades de aplicación de nuevas tecnologías, desconocidas hasta hace pocos años. Todo ello ha producido una separación, cada vez

mayor, entre la propiedad de las empresas y el control de las mismas ⁽¹¹⁾, dejando obsoleto el modelo de gobierno anterior.

El modelo anterior, que el Profesor BUENO CAMPOS ha definido como “financiero-mercantil” ⁽¹²⁾, se basa en la creación de valor para el accionista ⁽¹³⁾ y está enfocado a maximizar el beneficio a corto plazo. El modelo, tal como se ha aplicado, ha provocado efectos negativos sobre el mercado por la falta de información veraz y suficiente, o el uso inadecuado de la información privilegiada, o conflictos de intereses relacionados, entre otros supuestos, con la excesiva vinculación de las retribuciones de los directivos al valor de la empresa a corto plazo ⁽¹⁴⁾, así como otras prácticas irregulares —cuando no delictivas— que, junto con la falta de transparencia, condicionan las decisiones de los inversores, que pueden resultar perjudicados en sus intereses. Además, la ausencia de un mínimo de normas de obligado cumplimiento por parte de las empresas —sin perjuicio de su regulación genérica por las normas del Derecho de Sociedades—, ha limitado en exceso las competencias de los organismos responsables de la supervisión y control, en el ámbito del mercado de valores.

Ante este panorama, para adecuarse a la nueva situación económica y recuperar la confianza de los agentes en el mercado, se ha producido en las últimas décadas un movimiento denominado de gobierno corporativo —denominación que se ha impuesto a otras utilizadas con anterioridad, como “gobierno de sociedades” o “gobernanza empresarial”— que propugna un nuevo mo-

(11) Vid. AZOFRA VALENZUELA, V., “El gobierno de la empresa en perspectiva internacional”, en *El gobierno de la Empresa*, (coord. Eduardo Bueno Campos), Ediciones Pirámide, Madrid, 2004, p. 399. El autor sitúa el origen de la separación entre la propiedad y el control en las compañías colectivas por acciones a las que ya aludía Adam Smit (1776) en su *Investigación de la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones*.

(12) *Códigos de buen gobierno: situación actual...* op. cit., p. 35.

(13) Vid. ORDUÑA CHOURAKI, Carlos, “El buen gobierno de las sociedades y el valor de la acción”, *Dirección y Progreso*, n.º 184, julio-agosto 2002, pp. 49-57.

(14) Vid. ARGANDOÑA, A., *Propiedad y control...*, op. cit., p. 48 y 49. Comenta el autor que el cortoplazismo en la obtención de resultado, dio lugar a que preocupase la cotización, no la empresa y que los altos directivos actuarán —citando a Minzberg—, “mirando al marcador”, no a la pelota, más preocupados por anunciar un despido masivo cada vez que los resultados bajaban, que de reconocer su propia culpabilidad en esos resultados.

Sobre el último ciclo del conflicto de gobierno corporativo, resume el autor la situación señalando —p. 48— que: “Los Consejos de Administración fueron complacientes con esas actuaciones de los directivos, y los controladores no ejercieron su función. Los auditores se dejaron deslumbrar por la oportunidad de vender servicios de consultoría, a costa de la fidelidad a las normas de auditoría. Los abogados fueron, a menudo, cómplices de las acciones ilegales de las empresas. Y los reguladores prestaron más atención a la forma de la Ley que al fiel reflejo de la situación de las empresas”.

delo que ha de basarse en que la creación de valor se produzca, no en el corto plazo, sino vinculado a la estrategia de la empresa, y no sólo para el accionista, sino también para los demás interesados en la eficiencia y continuidad de la empresa ⁽¹⁵⁾.

Este proceso de cambio del modelo de gobierno de las empresas, ha puesto de manifiesto la necesidad de establecer unos principios y reglas —de aplicación voluntaria, en principio, y en parte obligatorias, después—, que impulsen el equilibrio de fuerzas de todos los intervinientes en la empresa —accionistas, administradores, directivos, empleados, inversores y otros interesados— en aras a conseguir la eficiencia y la continuidad de las empresas, dando, además, información suficiente, veraz y en tiempo, al mercado, para que los inversores puedan adoptar sus decisiones de inversión o desinversión con la mayor garantía.

El movimiento de gobierno corporativo nace en los Estados Unidos en la década de los sesenta del siglo pasado y se extiende a la mayor parte de los países de la OCDE, publicándose multitud de informes de gobierno corporativo, a iniciativa de distintas entidades privadas o públicas ⁽¹⁶⁾.

⁽¹⁵⁾ El profesor BUENO CAMPOS, denomina al nuevo modelo “estratégico social” en *Códigos de buen gobierno...*, op. cit., p. 35.

Por su parte RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M., en *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Akal, Madrid, 2003, 142 pp., tras comentar las limitaciones del modelo financiero, aporta argumentos que apoyan la aplicación de un modelo “stakeholder” —también denominado comunitario, pluralista o estratégico— orientado hacia la creación de riqueza para todas las partes ineresadas en la buena marcha de la organización empresarial. En este sentido opina —p. 59— que “no parece que los accionistas puedan ser los exclusivos titulares de todos los derechos de control, incluida la facultad de apropiarse del total del beneficio. Los acreedores también asumen riesgos relevantes. Lo mismo clientes y proveedores, pues los primeros pueden depender de los suministros de la firma y los segundos de sus compras. En general, soportan riesgos todos cuantos efectúan inversiones específicas para contribuir más eficientemente a las actividades colectivas en el marco de la compañía, incluidos empleados”.

GARICANO ROJAS, T., en “Los distintos modelos y actitudes ante el gobierno de la empresa: los stokholders y stakeholders”, *Información Comercial Española*, n.º 769, marzo 1988, pp. 23 a 34. Analiza el autor los modelos básicos de gobierno de empresa: el llamado modelo tradicional, o de “stockholder” y el modelo de contrato social, o de “stakeholders”, a los que define como grupos de personas o instituciones que tienen intereses en una empresa determinada y de los que la empresa depende para su supervivencia. Entre ellos están los accionistas, los empleados, los clientes, los proveedores, las corporaciones públicas, el Estado. Actualmente el concepto es más amplio, incluyendo a cualquiera que tenga interés legítimo en la empresa o se vea afectado por su actividad. El modelo “stockholders” es seguido en los países anglosajones, Estados Unidos y Reino Unido, mientras que el modelo “stakeholders”, es seguido en Alemania, Francia y Japón.

⁽¹⁶⁾ Vid. OLIVENCIA RUIZ, M. “El gobierno de las sociedades y el código de buen gobierno”, en *El gobierno de la empresa*, op. cit., pp. 21-39. En relación con las instancias formuladoras y destinatarias de los códigos de buen gobierno, cita el autor —p. 23— a institutos

Pero el salto más importante, se produce a raíz de los últimos escándalos financieros, sobre todo el caso Enron, que por su trascendencia, marcó un antes y un después en el gobierno de las empresas ⁽¹⁷⁾, del que se extrajeron, entre otras muchas conclusiones, la necesidad de profundizar en la legislación de cada Estado —el caso de la Ley Financiera y la Ley de Transparencia, en España—, para imponer determinadas actuaciones a las empresas, así como delimitar responsabilidades de los administradores, directivos, auditores externos, e incluso de los asesores, en los supuestos de incumplimiento.

En Estados Unidos, a consecuencia del caso Enron —que estalló en diciembre de 2001—, se aprueba por el Congreso la Ley Sarbanes-Oxley, el 30 de julio de 2002, con el objeto de proteger a los inversores, para dar respuesta a la pérdida de confianza en los mercados, así como para intentar recuperar la credibilidad en la SEC —Security Exchange Commition— y principales Bolsas de Valores norteamericanas. La Ley incluye importantes modificaciones en la normativa federal reguladora de los mercados de valores, y ha sido calificada como la reforma más significativa en esta materia, desde la aprobación de la Securities Exchange Act, de 1934. Regula ampliamente la responsabilidad de los administradores y directivos encargados de la gestión corporativa, potencia la transparencia en la información, y da nueva regulación a los Comités de Auditoría y a las actividades de los auditores externos, cuya independencia trata de preservar. Además, la Ley incluye un severo régimen sancionador —penal y

especializados, organizaciones empresariales, sectores profesionales de la bolsa, la banca, la contabilidad a la auditoría, o de entes protectores de accionistas, así como las iniciativas públicas, de gobierno o de organizaciones internacionales. En cuanto a los destinatarios, comenta el autor que los códigos no sólo se dirigen a las sociedades, sino también, a veces, a los legisladores, tratando de provocar reformas legislativas. Vid. asimismo, E. Bueno, *Corporate Governance: del Informe Cadbury al Informe Olivencia*, op. cit., pp. 113-116. Clasifica el autor los Informes y Códigos de gobierno corporativo, en cuatro períodos: a) de iniciación (1978-1989), b) constituyentes (1990-1994), c) de desarrollo (1995-1996) y d) de madurez (1997-1998). De cada uno de los códigos, comenta la asociación, o la institución pública o privada que han promovido la elaboración de los referidos códigos.

En el mismo sentido, vid. Vicent Chulia, Francisco, *El buen gobierno de las empresas familiares*, op. cit., pp. 23-35.

Para una consulta más amplia y actualizada sobre códigos de gobierno corporativo, vid. *Gobierno de empresa: panorama de los países de la OCDE*, op. cit., p. 50-65.

⁽¹⁷⁾ Los escándalos financieros que más resonancia han tenido, son el de Enron y Worldcom, en Estados Unidos, los de Maxwell, BCCI y Polly Peek, en el Reino Unido, el caso Parmalat en el ámbito europeo o el caso Gescartera en España.

La diferencia de los casos Enron y Worldcon con los demás escándalos financieros, radica en que aquéllos tuvieron consecuencias a nivel mundial, y despertaron incertidumbres en cuanto a la exactitud de las informaciones suministradas a los mercados financieros mundiales, mientras que estos últimos limitaron sus efectos al ámbito nacional. Vid. *Gobierno de empresa: panorama de los países de la OCDE*, op. cit., pp. 20-23.

administrativo—, para caso de incumplimiento por parte de los administradores, directivos e incluso de los asesores legales internos o externos de la empresa ⁽¹⁸⁾.

3. El gobierno corporativo en Europa

A) Los primeros códigos de gobierno corporativo

El pionero de los Códigos de Gobierno Corporativo en Europa fue el **Informe Cadbury**, publicado en el Reino Unido el 1 de diciembre de 1992. El objetivo del Comité, presidido por Adrian Cadbury, era el de ayudar a mejorar las normas de gobierno de las sociedades y el nivel de confianza en la información financiera y la auditoría.

El Informe mantiene el principio de la autorregulación como base de su cumplimiento, si bien, advierte a las empresas —aptdo. 3.6— sobre la falta de cumplimiento al indicar que “... si no se aprecia una mejora de las reglas de información financiera y de conducta empresarial, será inevitable un mayor recurso a la normativa”. Introduce, asimismo, el principio de “cumplir o explicar”, seguido por la mayoría de los códigos posteriores.

Al Informe Cadbury siguen otros códigos publicados en el Reino Unido: el Informe Greenbury —julio de 1995—, el Informe Hampel —enero de 1998— y el Informe Higgs —enero de 2003—, integrados todos en el Código Combinado, publicado por primera vez en julio de 1998 y puesto al día en junio de 2003, tras la publicación del Informe Higgs ⁽¹⁹⁾.

(18) Vid. IRASTORZA, I., “SarbanesOxley Act, un paso adelante en la reforma regulatoria de las sociedades cotizadas norteamericanas”, *RDBB* n.º 88, octubre —diciembre 2002, pp. 254-261. PETIT LAVALL, M.V., “Propuestas de la SEC para la reforma de la Sarbanes-Oxley Act sobre independencia del auditor y deber de custodia de los papeles de Auditoría”; *RDBB*, n.º 89, enero-marzo de 2003, pp. 419-423. FERNÁNDEZ DE ARÁOZ GÓMEZ— ACEBO, “Desarrollos jurisprudenciales recientes en los EEUU sobre el alcance de la responsabilidad del Consejo de Administración en relación con la retribución e indemnización de sus integrantes y de Altos Directivos de la compañía”; *RDBB*, n.º 93, enero-marzo 2004, pp. 229-305.

Con anterioridad a la publicación de la Ley citada, en Estados Unidos se habían publicado varios códigos de gobierno corporativo, desde el Informe FCPA —Recomendaciones y normas propuestas por la Foreign Corrupt Practices Act, de 1977— hasta el más reciente informe Peterson, de junio de 2003.

(19) Otros códigos de interés en distintos países europeos son: Alemania, Código de la Comisión Cromme —febrero de 2002— que pasó a convertirse en Código alemán, actualizado a mayo de 2003; Austria, Código austriaco de gobierno de empresas —septiembre de 2002—; Bélgica, Recomendaciones de la Federación de Empresas Belgas —enero de 1998— e Informe Cardon —diciembre de 1998—; Dinamarca, Informe y Recomendaciones Nørby —diciembre

En cuanto afecta a la Comisión Europea, ya en 1995 encargó un informe sobre gobierno corporativo a la consultora Ernst & Young, que sirviera de base para la creación de un mercado financiero europeo eficiente. Posteriormente, antes de producirse los últimos escándalos financieros, nuevamente la Comisión decidió encargar un estudio al despacho de abogados Weil, Gotshal & Manges LLP, para conocer el estado de la cuestión en Europa, realizando a tal fin un estudio comparativo de los códigos de gobierno corporativo existentes en los Estados miembros⁽²⁰⁾.

El trabajo contiene un estudio comparativo de todos los códigos de buen gobierno publicados en la Unión Europea y en otros países, detallando las analogías y diferencias entre ellos⁽²¹⁾ y, a la vista de esas diferencias, concluye que no era deseable que la Unión Europea dedicara tiempo y esfuerzos a la elaboración de un código europeo de gobierno corporativo, ya que sería más rentable que la Comisión centrara sus esfuerzos sobre cuestiones como la reducción de obstáculos jurídicos a la participación de los accionistas en votaciones transfronterizas —obstáculos de participación—, o la reducción de los obstáculos que impidan a los accionistas pronunciarse sobre el gobierno de las sociedades —barreras a la información—.

También destaca el informe el interés que existe en todos los países de la Unión Europea por el gobierno corporativo y el mimetismo con que se ha seguido el modelo anglosajón, con las dificultades que implica trasplantar este modelo a realidades sociales, políticas y jurídicas distintas⁽²²⁾.

de 2001—, Francia, Informes Viénot I y II —julio de 1995 y julio de 1999—, Comisión Hellebuyck —octubre de 2001— e Informe Bouton —septiembre de 2002—; Grecia, Informe Mertzanis —octubre de 1999—; Holanda, Informe Peters —junio de 1997—, Manual y Principios Directores de la SCGOP —octubre de 2001— y Recomendaciones de la Comisión Tabacksblatt —julio de 2003—; Italia, código de gobierno de empresa —revisado en julio de 2002—; Polonia, Prácticas ejemplares en las sociedades cotizadas en bolsa —julio de 2002—; Portugal, Recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios —noviembre de 1999—; Suecia, Política de la asociación sueca de accionistas —noviembre de 1999 y octubre de 2001—; Suiza, Código suizo de buenas prácticas para el gobierno de la empresa —julio de 2002—.

(20) *Estudio comparativo de los códigos de gobierno corporativo relevantes para la Unión Europea y sus Estados miembros*, marzo de 2002.

(21) Para un estudio muy completo de este informe Vid. ALONSO LEDESMA, C. *El buen gobierno de las sociedades en Europa... op. cit.*

(22) En el modelo anglosajón, la titularidad de las acciones se encuentra dispersa, sin accionistas de control, por lo que existe una clara orientación hacia el mercado para conseguir financiación, primando en la gestión el objetivo de crear valor para el accionista (modelo stockholder). Por el contrario, en el modelo continental —sobre todo el modelo alemán—, existe un grado importante de concentración de la propiedad —accionista de control—, con orientación hacia la banca, como sistema de financiación y enfocado, no ya sólo a los accionistas, sino a todos los interesados en la eficiencia y continuidad de la empresa: acreedores, proveedores, trabajadores... (modelo stakeholders). Vid. ALONSO LEDESMA, C. *El buen gobierno de las sociedades en Europa, op. cit.* pp. 138-139.

B) El Informe Winter

El estudio de Weil, Gotshal & Manges, sirvió como documento de trabajo al Grupo de alto nivel de expertos en Derecho de Sociedades designado por el Comisario Bolkestein en septiembre de 2001, con el objeto de formular recomendaciones que sirvieran para modernizar el marco reglamentario que constituye el derecho europeo de las sociedades ⁽²³⁾.

El informe se articula en nueve capítulos, dedicando el tercero al gobierno corporativo. Al principio, los objetivos del informe se limitaban a cuatro cuestiones importantes:

- a) Mejorar la información suministrada a los accionistas y acreedores, en particular la publicidad relativa a las estructuras y prácticas de gobierno de empresa, incluyendo la remuneración de los administradores.
- b) Reforzar los derechos de los accionistas y la protección ofrecida a los accionistas minoritarios.
- c) Endurecer las obligaciones que afectan a los administradores.
- d) Evaluar la necesidad de elaborar un código europeo de gobierno de empresa o de coordinar los códigos europeos existentes.

El mismo informe reconoce que, como reacción ante el caso Enron, la Comisión y el Consejo ECOFIN ⁽²⁴⁾, acordaron ampliar el mandato del grupo al examen de otras cuestiones relacionadas con las mejores prácticas del gobierno de empresa, y en particular:

- a) Al papel de los administradores externos o miembros del Consejo de Vigilancia.
- b) A la remuneración de los administradores.
- c) A la responsabilidad de los administradores en relación con los estados financieros.
- d) A las prácticas de auditoría.

El Capítulo III del Informe, después de abordar las cuestiones generales que afectan al gobierno corporativo, incluye hasta un total de dieciséis recomendaciones, que a continuación comentamos:

⁽²³⁾ El grupo, presidido por Jaap Winter, emitió su informe a la Comisión el 4 de noviembre de 2002.

Sobre este informe vid. Azofra, F., "El Informe Winter sobre modernización del derecho societario europeo", *Rev. Actualidad Jurídica Uría&Menéndez*, n.º 4, 2003, pp. 31-34.

⁽²⁴⁾ Celebrado en Oviedo en abril de 2002.

1. Declaración Anual de gobierno corporativo.

Las sociedades cotizadas deben incluir en sus informes y cuentas anuales una declaración coherente y descriptiva que abarque los principales aspectos de las reglas y prácticas de gobierno corporativo que aplican, debiendo, asimismo, publicar ese informe en la página web de la sociedad.

2. Convocatoria de la Junta General.

Las sociedades cotizadas deben dedicar una sección de su página web a la publicación de todas las informaciones pertinentes para sus accionistas, incluyendo toda documentación referente a las Juntas Generales de accionistas y ofrecer la posibilidad de otorgar representaciones de voto en línea.

3. Derecho a formular preguntas y propuestas.

Las sociedades cotizadas deben aportar a sus accionistas informaciones detalladas sobre la forma en que aquéllos pueden formular preguntas o propuestas a las Juntas Generales, así como la forma en que éstas se contestarán por la sociedad.

4. Voto “in absentia”.

Las sociedades cotizadas deben ofrecer a todos sus accionistas la posibilidad de votar sin estar presentes —por voto directo o por representación—, por medio de soportes electrónicos o por formularios facilitados a tal fin.

5. Juntas Generales-Voto electrónico.

Las sociedades cotizadas deben tener la posibilidad, pero no la obligación, de autorizar a los accionistas no presentes físicamente a participar en las Juntas Generales por medios de acceso electrónicos (internet, satélite, etc.).

6. Voto transfronterizo.

En relación con el voto transfronterizo, recomienda el informe reglamentar en el ámbito de la Unión Europea los derechos y las obligaciones de los titulares de cuentas y de los intermediarios en valores mobiliarios, de forma tal que los titulares de toda la Unión Europea puedan efectivamente ejercer los derechos de voto asociados a las acciones que detentan.

7. Responsabilidades de los inversores institucionales.

Respecto de los inversores institucionales, se recomienda que las reglamentaciones de los Estados miembros obliguen a aquéllos a publicar sus estra-

tegas de inversión y la forma en que ejercen su derecho de voto en las sociedades en que invierten, así como la obligación de informar a sus beneficiarios, a petición de éstos, de la manera en que estos derechos han sido utilizados en un caso particular.

8. Procedimiento de investigación especial.

Los accionistas que detenten un máximo comprendido entre el 5 y el 10 por 100 del capital social, deberían tener derecho de acceder a un tribunal o a un órgano administrativo apropiado para la incoación de un procedimiento de investigación especial ⁽²⁵⁾.

9. Estructura organizativa.

Las sociedades cotizadas y las otras sociedades abiertas de la Unión Europea deben poder elegir entre los dos tipos de estructura organizativa —sistema monista o sistema dual—, de forma que puedan optar por el sistema que mejor se adapte a sus necesidades particulares de gobierno corporativo y a su situación concreta.

10. Papel de los administradores externos —independientes— y de los miembros del Consejo de Vigilancia.

Las sociedades cotizadas deben cuidar que el nombramiento y la remuneración de los administradores y la auditoría de cuentas de la sociedad, muestren exclusivamente decisiones adoptadas por administradores externos, o miembros del Consejo de Vigilancia que sean independientes en su mayoría. Además, considera el informe que la Comisión debe aconsejar a los Estados miembros que integren en su Derecho de Sociedades o en sus códigos nacionales de gobierno corporativo, la aplicación del principio “cumple o explica”.

Las sociedades cotizadas deben divulgar, en su declaración anual de gobierno corporativo, la composición de su Consejo de Administración, precisando los motivos por los que algunos administradores externos o miembros del Consejo de Vigilancia, ostentan tal condición. Respecto de los mismos, ha de indicarse también, su pertenencia a los órganos de gobierno de otras sociedades.

11. Remuneración de los administradores.

La política en materia de remuneración de los administradores debe, de una manera general, estar presente en los estados financieros de la sociedad y

(25) Sobre el procedimiento de investigación especial, vid. pp. 67-68 del informe.

ser objeto de un punto explícito del orden del día que se someta a la Junta General anual.

Las remuneraciones individuales de los directivos de la sociedad, incluidas las de los administradores independientes y miembros del Consejo de Vigilancia, deben ser divulgadas detalladamente en los estados financieros de la sociedad. La retribución vinculada a la cotización de las acciones, debe ser aprobada por la Junta General de accionistas.

12. Responsabilidad de los administradores por los estados financieros.

En cuanto afecta a la veracidad de los estados financieros, la responsabilidad debe recaer, en virtud del Derecho Comunitario, en el conjunto de los miembros del Consejo de Administración, considerado colectivamente. Esta responsabilidad abarca a todos los documentos y declaraciones relativas a la situación financiera de la sociedad, así como a las informaciones no financieras claves —incluyendo la declaración anual de gobierno corporativo—.

13. Regla de “negligencia sancionable”.

Una regla relativa a la negligencia sancionable debe ser instituida a nivel comunitario, de forma que la responsabilidad de los administradores de la sociedad —incluidos los “administradores ocultos”— sea exigida si se deja continuar la actividad de la empresa, cuando su insolvencia haya sido previsible.

14. Sanciones. Prohibición de ejercer para los administradores.

Los Estados miembros deberían, de una manera general, determinar sanciones apropiadas por la presentación de informaciones engañosas, se trate de informaciones financieras o de otros datos no financieros claves, y debe la Comisión considerar la conveniencia de imponer en el ámbito comunitario la sanción de prohibición del ejercicio del cargo de administrador.

15. Comités de Auditoría.

La responsabilidad del control de la auditoría de los estados financieros de la sociedad, debe recaer en un Comité de Administradores externos o de miembros del Consejo de Vigilancia independientes, al menos en su mayoría.

16. Códigos de gobierno corporativo: coordinación.

Los mercados y cuantos participan en ellos deben ser los principales promotores de los códigos de gobierno corporativo. Los Estados miembros deben designar el código de gobierno corporativo de referencia que las sociedades

utilicen para cumplir o explicar las divergencias con el mismo, debiendo crear la Comisión una estructura a nivel comunitario, para facilitar la coordinación de los esfuerzos de los Estados miembros para mejorar el gobierno corporativo.

C) Comunicación de la Comisión ⁽²⁶⁾

Después del estudio realizado para la Comisión por el despacho de abogados Weil, Gosthal & Manges, y el Informe del Grupo de expertos de alto nivel presidido por J. Winter, la Comisión concluye que no es necesario elaborar un código europeo de gobierno corporativo porque, de una parte, su aprobación no permitiría garantizar una información completa a los inversores sobre las principales normas de gobierno corporativo aplicables a las empresas de toda Europa, ya que estas normas seguirían basándose en el Derecho de Sociedades nacionales. Y de otra, porque no contribuiría de manera notable a mejorar el gobierno corporativo en la Unión Europea, puesto que ese código tendría que permitir un gran número de opiniones diferentes o limitarse a enunciar principios generales abstractos.

La Comisión concluye también que las principales divergencias entre Estados miembros se sitúan en el Derecho de Sociedades y en la legislación sobre los valores mobiliarios, y no en los códigos de gobierno empresarial que muestran, en general, una gran convergencia, por lo que la Comisión no considera como una dificultad para los emisores, la existencia de una pluralidad de códigos en la Unión Europea.

Por el contrario, sí considera la Comisión conveniente desempeñar un papel activo en esta materia, ya que la Unión Europea puede aprobar una serie de normas y principios, por medio de directivas y recomendaciones y, además, puede realizar una labor de coordinación en el ámbito de la Unión, de los distintos códigos de gobierno corporativo.

De entre las consideraciones generales de esta Comunicación, procede destacar el criterio de la Comisión sobre la insuficiencia de la autorregulación del mercado, basado únicamente en recomendaciones no vinculantes, puesto que sólo si existen ciertas normas, los mercados pueden desempeñar su papel disciplinario de manera eficaz. Por ello, considera la Comisión que debe adoptarse por la Unión Europea “un enfoque común para algunas normas esenciales y garantizarse una coordinación adecuada de los códigos de gobernanza empresarial”.

⁽²⁶⁾ Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo: *Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea: un plan para avanzar*, Bruselas, 21 de mayo de 2003.

Basándose en el Informe Winter, la Comisión propone las siguientes acciones en materia de gobierno corporativo:

1. Mejorar la información sobre las prácticas de gobierno corporativo, incluyendo en sus informes y cuentas anuales una declaración comprensiva de los siguiente puntos:

- a) El funcionamiento de la Junta General de accionistas, sus principales facultades, los derechos vinculados a las acciones y la manera en que pueden ejercerse estos derechos.
- b) La composición y funcionamiento del Consejo de Administración y sus comités.
- c) Los principales accionistas, con sus derechos de voto y de control, así como sus principales acuerdos.
- d) Los otros vínculos directos o indirectos entre los principales accionistas y la sociedad.
- e) Cualquier operación importante con otras partes relacionadas.
- f) La existencia y la naturaleza de un sistema de gestión de riesgos.
- g) Una referencia a un código de gobierno corporativo, concebido para utilizarlo a nivel nacional, al que se ajuste la empresa o en relación con el cual justifica sus desviaciones.

Resalta también la comunicación la importancia de la información sobre el papel desempeñado por los inversores institucionales.

2. Refuerzo de los derechos de los accionistas.

De entre ellos, se destacan los derechos a hacer preguntas, a presentar resoluciones, a votar “in absentia”, a participar en la Junta General por vía electrónica, así como a acceder a información sobre la empresa por medios electrónicos, antes de la celebración de la Juntas Generales.

3. Modernización del Consejo de Administración.

Especial atención dedica la Comisión a este tema, que divide en tres apartados relativos a la composición del Consejo de Administración, a la remuneración de los administradores y la responsabilidad de éstos.

a) Composición de Consejo de Administración.

En este apartado la Comisión alude a una futura Recomendación que incluiría una serie de requisitos aplicables a la creación y composición de los Comités de Retribuciones, Nombramientos y Auditoría.

En relación con la estructura del Órgano de Gobierno de la sociedad, la Comisión considera que las empresas de la UE con cotización oficial, deberían tener la posibilidad de elegir entre una estructura unitaria —Consejo de Administración que incluya a los administradores no ejecutivos— y una estructura dual —Consejo de Dirección y Consejo de Supervisión—.

b) Remuneración de los administradores.

Considera la Comisión, que los accionistas deberían poder decidir sobre los asuntos relacionados con las remuneraciones vinculadas con el precio de las acciones y, siguiendo el Informe Winter, considera que un sistema normativo adecuado debería incluir información sobre la política de remuneraciones en las cuentas anuales, información sobre las remuneraciones individuales de los administradores en las cuentas anuales, aprobación previa por la Junta General de los sistemas que prevean la concesión de acciones en las que participen los administradores y reconocimiento oportuno de los costes de estos sistemas de incentivos en las cuentas anuales de la empresa.

c) Responsabilidad de los administradores.

También considera la Comisión que el Derecho Comunitario debe incluir la regulación de la responsabilidad colectiva de todo el Consejo de Administración para los estados financieros y los principales documentos no financieros. Para ello, habrá que reconocer a los accionistas un derecho de investigación especial y regular la negligencia sancionable.

La comunicación incluye un plan de acción en el que se proponen medidas de distinta naturaleza a corto, medio y largo plazo ⁽²⁷⁾.

⁽²⁷⁾ En cuanto afecta al gobierno corporativo, el anexo 1 de la comunicación incluye a corto plazo (2003-2005) las siguientes acciones:

- Aumento de la información y responsabilidad colectiva del Consejo de Administración (Directiva).
- Comunicación con los accionistas y su participación en la toma de decisiones (Directiva).
- Refuerzo del papel de los administradores no ejecutivos y de los Consejos de Supervisión independientes (Recomendación).
- Promoción de un régimen de remuneración adecuado para los administradores (Recomendación).

A medio plazo (2006-2008), incluye:

- Aumento de la información proporcionada por los inversores institucionales (Directiva).
- Aumento de la responsabilidad de los administrados —derecho de investigación especial, norma de la negligencia sancionable, prohibición de ejercer de los administradores— (Directiva).

4. El gobierno corporativo en España

El movimiento de gobierno corporativo nace en España por iniciativa de algunas empresas que, antes de la existencia de algún código y recomendación, decidieron libremente aprobar y aplicar códigos éticos o de conducta, estatutos del consejero u otras normas internas de funcionamiento de los Órganos de gobierno.

Ya a nivel oficial, la primera iniciativa corresponde al Consejo de Ministros que, en reunión de 28 de febrero de 1997, adoptó el acuerdo de crear una Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. El comité estaba presidido por D. Manuel OLIVENCIA RUIZ y formaba parte de mismo, entre otras personalidades, el profesor D. Eduardo Bueno Campos.

Posteriormente, también previo acuerdo del Consejo de Ministros —en reunión de 19 de julio de 2002—, se acordó crear una Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, bajo la presidencia de D. Enrique ALDAMA y MIÑÓN, y de la que formaba parte, entre otros especialistas, D. Fernando SÁNCHEZ CALERO.

Pasamos a continuación a comentar los informes emitidos por ambas Comisiones.

A) Informe y Código Olivencia

El cometido que el Consejo de Ministros dio a la Comisión Especial presidida por Olivencia, era doble: de una parte, la redacción de un informe sobre la problemática de los Consejos de Administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros y, de otra, la elaboración de un código ético de buen gobierno, de aplicación voluntaria. Con este cometido, el Gobierno trata de atender las demandas formuladas por sectores profesionales y por los propios mercados para conseguir mayores cotas de eficacia, agilidad, responsabilidad y transparencia en el gobierno de las sociedades.

El informe parte de dos premisas. La primera de ellas, es que las medidas de buen gobierno de las sociedades han de centrarse, como núcleo fundamental, en los **Consejos de Administración**, en su funcionamiento y en las conductas de sus miembros. La segunda se refiere a la voluntariedad de las normas de gobierno de las empresas. El informe considera que las propias sociedades, al amparo de la **autonomía de la voluntad** y de las facultades de **autorregulación** de sus órganos, son las que deben adoptar las decisiones conducentes a su mejor gobierno.

El informe está estructurado en doce capítulos, que a continuación comentamos en sus aspectos esenciales.

1. Misión del Consejo de Administración.

La función más genuina del Consejo de Administración, es la de **supervisión**. Junto a esta función general, considera la Comisión que el núcleo de las **funciones indelegables** del Consejo está constituido por las siguientes funciones:

- a) Aprobación de las estrategias generales de la sociedad.
- b) Nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los más altos directivos de la sociedad.
- c) Control de la actividad de gestión y evaluación de los directivos.
- d) Identificación de los principales riesgos de la sociedad e implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados.
- e) Determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública.

En este mismo capítulo, opta la Comisión por el modelo tradicional o financiero, al considerar que el objetivo último de la empresa, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, es la maximización del valor de la empresa o, en otras palabras, la “creación de valor para el accionista”. No obstante, destaca la Comisión que este objetivo no ha de conseguirse a cualquier precio, sino que habrá de hacerse cumpliendo las exigencias impuestas por el Derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales —trabajadores, proveedores, acreedores, clientes—, y observando los deberes éticos apropiados.

2. Composición del Consejo.

El Informe recomienda la incorporación de consejeros independientes a los Consejos de Administración, al objeto de hacer valer en este Órgano de Gobierno, los intereses del capital flotante. Define a estos consejeros como “aquéllos que no están vinculados con el equipo de gestión, ni con los núcleos de control que más influyen sobre éste”. Estos Consejeros han de tener experiencia, ser competentes y con prestigio profesional.

Distingue el Informe entre consejeros externos, que clasifica en independientes y dominicales ⁽²⁸⁾, y consejeros internos o ejecutivos, y considera que la

(28) El informe define a los consejeros dominicales como “aquellos que acceden al Consejo por ser titulares o representar a los titulares de paquetes accionariales de la compañía con capacidad de influir por sí solos, o por acuerdos con otros, en el control de la sociedad”.

relación entre consejeros independientes y dominicales debe establecerse teniendo en cuenta la relación existente en la sociedad entre el capital flotante —en manos de inversores ordinarios— y el capital estable —en mano de accionistas significativos—. En todo caso, considera que un número apropiado de miembros del Consejo, oscila entre cinco y quince personas.

3. Estructura del Consejo de Administración.

En este capítulo, analiza el Informe la Presidencia, la Secretaría, las Vocales y las Comisiones del Consejo.

Respecto del **Presidente del Consejo**, considera que no sólo ha de ocuparse de conocer, formular el orden del día y dirigir las reuniones sino que también “ha de velar por que los miembros del Consejo reciban la información necesaria, participen de manera activa y se comprometan en sus tareas”. De otra parte, la Comisión no considera oportuno ofrecer una directriz general sobre la oportunidad de separar o acumular los cargos de Presidentes de Consejo y de primer ejecutivo de la sociedad.

En lo que a la **Secretaría del Consejo** se refiere, la Comisión considera que es una pieza de notable importancia en la estructura de Consejo de Administración, sobre la que recae buena parte de las responsabilidades de intendencia y orden. El Secretario debe de ocuparse muy especialmente de prestar a los consejeros el asesoramiento y la información necesarios, debiendo, además, velar por “la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo y garantizar que sus procedimientos y reglas de gobierno, son respetados y regularmente revisados”. A tal fin, considera la Comisión aconsejable dar mayor relieve a la figura del Secretario en el seno del Consejo y dotarla de ciertas garantías de independencia y estabilidad ⁽²⁹⁾.

En relación con las **Comisiones del Consejo**, aborda el Informe la composición y funcionamiento de la **Comisión Ejecutiva** y las Comisiones Delegadas de Control, entre las que incluye las **Comisiones de Auditoría, Nombramientos, Retribuciones** y de **Cumplimiento**. Sobre estas Comisiones volveremos posteriormente, al comentar la legislación vigente sobre la materia.

4. Funcionamiento del Consejo de Administración.

Partiendo de la opinión de que nuestros Consejos están muy lejos de cumplir “la regla de las cien horas anuales”, el Informe insiste en la necesidad de celebrar reuniones periódicas, debiendo los Consejeros disponer de informa-

(29) El Código Olivencia recomienda —punto 6— que “se dote de mayor relevancia a la figura del Secretario del Consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo”.

ción previa sobre los asuntos a tratar, suficiente y en tiempo oportuno. Además, en el desarrollo de las sesiones debe fomentarse la participación de todos los consejeros, evitando el exceso de presidencialismo.

5. Designación y cese de Consejeros.

En este apartado, destaca el Informe el importante papel que corresponde a la Comisión de Nombramientos, detallando sus funciones en los casos de nombramiento y cese, con especial referencia a los supuestos que afecten a consejeros independientes.

6. Facultades de información del Consejero.

La responsabilidad de una buena política de información a los Consejeros, recae sobre el **Presidente** y el **Secretario**, destacándose la facultad y el deber que tiene individualmente cada Consejero de recabar y obtener toda la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones de supervisión.

El Informe recomienda que en la normativa interna de cada Entidad se reconozca este derecho y, además, que se arbitren medidas para dirimir los conflictos que puedan suscitarse cuando las peticiones de información sean denegadas, retrasadas o defectuosamente atendidas.

7. La retribución del Consejero.

Con esta finalidad, el Informe recomienda la creación de un **Comité de Retribuciones**, con las funciones que posteriormente comentaremos, indicando que la retribución ha de ser moderada y debe calcularse de tal manera que ofrezca incentivos suficientes para la dedicación del Consejero, pero que al propio tiempo no comprometa su independencia.

Respecto de la transparencia de las retribuciones, el Informe mantiene el criterio de dar una información global de la retribución de los Consejeros —incluyendo sueldos, dietas, remuneraciones de cualquier clase, incluidos fondos de pensiones, seguros...—, si bien resalta la tendencia hacia una situación de máxima transparencia, que requiere de una información individualizada por Consejero.

8. Deberes de lealtad del Consejero.

En este apartado detalla el Informe los deberes que recaen sobre los Consejeros y la forma en que éstos han de desempeñar el cargo: con lealtad, diligencia, fidelidad, discreción y cumplimiento de las reglas que se establezcan para evitar los conflictos de intereses.

En posteriores capítulos, el Informe aborda las relaciones del Consejo de Administración con los accionistas, con los mercados y con la Auditoría —in-

cluyendo la recomendación de crear un **Comité de Auditoría**—, para terminar con la adopción de las reglas de gobierno —destacando la voluntariedad de las recomendaciones para las empresas— y la publicidad de las mismas.

Con base en estas reflexiones, articula la Comisión un código constituido por veintitrés recomendaciones, de aplicación voluntaria para las sociedades⁽³⁰⁾.

(30) 1. Que el Consejo de Administración asuma expresamente como núcleo de su misión, la función general de supervisión, ejerza con carácter indelegable las responsabilidades que comporta y establezca un catálogo formal de las materias reservadas a su conocimiento.

2. Que se integre en el Consejo de Administración un número razonable de consejeros independientes, cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional desvinculadas del equipo ejecutivo y de los accionistas significativos.

3. Que en la composición del Consejo de Administración los consejeros externos (dominicales e independientes) constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos y que la proporción entre dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto.

4. Que el Consejo de Administración ajuste su dimensión para lograr un funcionamiento más eficaz y participativo. En principio, el tamaño adecuado podría oscilar entre cinco y quince miembros.

5. Que, en el caso de que el Consejo de Administración opte por la fórmula de acumulación en el Presidente del cargo de primer ejecutivo de la sociedad, adopte las cautelas necesarias para reducir los riesgos de la concentración de poder en una sola persona.

6. Que se dote de mayor relevancia a la figura del Secretario del Consejo, reforzando su independencia y estabilidad y destacando su función de velar por la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo.

7. Que la composición de la Comisión ejecutiva, cuando ésta exista, refleje el mismo equilibrio que mantenga el Consejo entre las distintas clases de consejeros, y que las relaciones entre ambos órganos se inspiren en el principio de transparencia, de forma que el Consejo tenga conocimiento completo de los asuntos tratados y de las decisiones adoptadas por la Comisión.

8. Que el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones delegadas de control, compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento).

9. Que se adopten las medidas necesarias para asegurar que los consejeros dispongan con la antelación precisa de la información suficiente, específicamente elaborada y orientada para preparar las sesiones del Consejo, sin que pueda eximir de su aplicación, salvo en circunstancias excepcionales, la importancia o naturaleza reservada de la información.

10. Que, para asegurar el adecuado funcionamiento del Consejo, sus reuniones se celebren con la frecuencia necesaria para el cumplimiento de su misión; se fomente por el Presidente la intervención y libre toma de posición de todos los consejeros; se cuide especialmente la redacción de las actas y se evalúe, al menos anualmente, la calidad y eficiencia de sus trabajos.

11. Que la intervención del Consejo en la selección y reelección de sus miembros se atenga a un procedimiento formal y transparente, a partir de una propuesta razonada de la Comisión de Nombramientos.

12. Que las sociedades incluyan en su normativa la obligación de los consejeros de dimitir en supuestos que puedan afectar negativamente al funcionamiento del Consejo o al crédito y reputación de la sociedad.

B) Informe Aldama ⁽³¹⁾

La Comisión Especial se constituye para estudiar las pautas a que deben someterse las sociedades cotizadas para fomentar la transparencia y seguridad de los mercados, teniendo en cuenta los cambios que se han producido en una economía globalizada y la tendencia de los mercados internacionales. Era también cometido de la Comisión, analizar el estado actual del gobierno corporati-

13. Que se establezca una edad límite para el desempeño del cargo de consejero, que podría ser de sesenta y cinco a setenta años para los consejeros ejecutivos y el Presidente, y algo más flexible para el resto de miembros.

14. Que se reconozca formalmente el derecho de todo consejero a recabar y obtener la información y el asesoramiento necesarios para el cumplimiento de sus funciones de supervisión, y se establezcan los cauces adecuados para el ejercicio de este derecho, incluso acudiendo a expertos externos en circunstancias especiales.

15. Que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la Comisión de Retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada.

16. Que la normativa interna de la sociedad detalle las obligaciones que dimanen de los deberes generales de diligencia y lealtad de los consejeros, contemplando, en particular, la situación de conflictos de intereses, el deber de confidencialidad, la explotación de oportunidades de negocio y el uso de activos sociales.

17. Que el Consejo de Administración promueva la adopción de medidas oportunas para extender los deberes de lealtad a los accionistas significativos, estableciendo, en especial, cauteles para las transacciones que se realicen entre éstos y la sociedad.

18. Que se arbitren medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación de votos y a potenciar la comunicación de la sociedad con sus accionistas, en particular con los inversores institucionales.

19. Que el Consejo de Administración, más allá de las exigencias impuestas por la normativa vigente, se responsabilice de suministrar a los mercados información rápida, precisa y fiable, en especial cuando se refiera a la estructura del accionariado, a modificaciones sustanciales de las reglas de gobierno, a operaciones vinculadas de especial relieve o a la autocartera.

20. Que toda la información financiera periódica que, además de la anual, se ofrezca a los mercados se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales de las cuentas anuales, y antes de ser difundida, sea verificada por la Comisión de Auditoría.

21. Que el Consejo de Administración y la Comisión de Auditoría vigilen las situaciones que puedan suponer riesgo para la independencia de los auditores externos de la sociedad y, en concreto, que verifiquen el porcentaje que representan los honorarios satisfechos por todos los conceptos sobre el total de los ingresos de la firma auditora, y que se informe públicamente de los correspondientes a servicios profesionales de naturaleza distinta a los de auditoría.

22. Que el Consejo de Administración procure evitar que las cuentas anuales por él formuladas se presenten a la Junta General, con reservas y salvedades en el informe de auditoría, y que, cuando ello no sea posible, tanto el Consejo como los auditores expliquen con claridad a los accionistas y a los mercados el contenido y el alcance de las discrepancias.

23. Que el Consejo de Administración incluya en su informe público anual información sobre sus reglas de gobierno, razonando las que no se ajusten a las recomendaciones de este código.

⁽³¹⁾ *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, enero, 2003.*

vo en España y el grado de asunción de las recomendaciones del Código Olivencia.

Tras un análisis de la situación actual, se pone de manifiesto la necesidad de introducir nuevos cambios en el gobierno corporativo de las empresas, sobre todo, tras los recientes escándalos financieros y a la vista de sus amplias consecuencias y de la reacción de los Estados ante las mismas, en particular de Estados Unidos.

En cuanto al nivel de aplicación de Código Olivencia, se basa el Informe en las encuestas realizadas por una segunda Comisión Olivencia, en el año 2000, en las que se concluía que el Informe y Código Olivencia era conocido y valorado por los expertos, pero los accionistas apenas lo conocían.

El Informe Aldama tiene en cuenta el Informe Olivencia y su grado de aplicación en las empresas, así como el nuevo escenario en que la Comisión realiza su cometido y, por tanto, trata de superar el criterio de aplicación voluntaria que aquél recogía, por la fórmula de buscar un equilibrio entre la regulación orientada a la protección de los derechos de los accionistas —que considere “piedra angular del sistema de los mercados de capitales”—, y la mayor autorregulación posible de las empresas cotizadas.

Destacamos a continuación los aspectos más importantes del Informe:

1. Principio de transparencia y deber de información ⁽³²⁾

La **transparencia** se considera como base fundamental para que los precios se formen adecuadamente y se pueda tutelar la posición de quienes en ellos actúan. Por este principio, se transmite al mercado toda la información relevante, toda la información que se transmite es correcta y veraz y, además, se transmite de forma simétrica y equitativa.

El deber de información sobre la estructura de gobierno de las sociedades incluye: la estructura de propiedad y de administración de la sociedad, las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, los sistemas de control de riesgos y el funcionamiento de la Junta General.

(32) Vid. ALDAMA Y MIÑÓN, Enrique, “El gobierno de las sociedades y la transparencia”, en *El gobierno de la empresa*, op. cit., pp. 41-49. Opina el autor que “... cuando nos referimos a las sociedades y a los mercados al hablar de transparencia debemos entender el hecho de que los inversores, los accionistas y los propios mercados puedan conocer la realidad de las sociedades: cómo se gobiernan, cuáles son los procesos que se siguen en la toma de decisiones, cuál es la verdadera situación económica y financiera... En definitiva, transparencia equivale a información”. El autor califica a la transparencia como “la piedra angular en que debe basarse todo sistema”.

Los instrumentos de información sobre gobierno corporativo se concretan en el “Informe Anual de gobierno corporativo” y en la “página web” de cada sociedad.

En garantía de la calidad de la información, se asume el principio de “cumplir o explicar”, en virtud del cual, cuando una sociedad se aparte de los estándares de buen gobierno, debe ofrecer una explicación motivada de sus decisiones, para que los mercados puedan valorarlas adecuadamente.

2. El principio de seguridad y el deber de lealtad. Las responsabilidades de los administradores.

Aún reconociendo la importancia de la transparencia para la seguridad de los mercados, ésta debe reforzarse mediante el reconocimiento de determinados deberes y responsabilidades: el deber de lealtad en los conflictos de interés y los deberes de diligencia.

En cuanto afecta a las responsabilidades de las empresas, distingue el Informe dos niveles:

- Un primer nivel que afecta a “la continuidad de la empresa a largo plazo”.
- Un segundo nivel, que implica actuaciones positivas con todos los agentes involucrados directamente en la empresa, incluyendo a la sociedad en su conjunto.

Respecto de ambos niveles, considera el Informe que “el criterio superior para dirimir intereses en conflicto y para avanzar es el bien de la empresa en su conjunto y su continuidad a largo plazo”.

3. Órganos de Gobierno.

Analiza a continuación el Informe la Junta General de accionistas y el Consejo de Administración.

3.1. Respecto de la **Junta General**, recoge el informe distintas recomendaciones relativas a la información a los accionistas previa a la celebración de las Juntas —a través de la página web o cualquier otro procedimiento— sobre el contenido de las propuestas a tratar; sobre los criterios de gobierno corporativo y su observancia —informe anual de gobierno corporativo—, recomendando por último, la elaboración de un Reglamento de la Junta General, en el que se incluye la convocatoria, orden del día, propuestas de acuerdos e información a disposición del accionista durante el período de preparación de la Junta. Además, incluye otras recomendaciones relacionadas con la celebración de la Junta, tales como la Presidencia, información a facilitar durante la sesión y contesta-

ción a preguntas formuladas por escrito; duración, orden y número de intervenciones, entre otras.

3.2. En cuanto al **Consejo de Administración** se refiere, la Comisión insiste en la misión de todos sus miembros de “defender la viabilidad de la empresa a largo plazo”, así como la unidad de acción de todo el Consejo en la protección conjunta de todos los intereses de la sociedad.

Siguiendo el Informe Olivencia, clasifica a los Consejeros en internos o ejecutivos y externos, clasificando a estos últimos en dominicales e independientes. Sobre los miembros del Consejo, no considera la Comisión conveniente recomendar un **número máximo** de **mandatos** porque “no parece razonable que la sociedad tenga que prescindir de la colaboración del Consejero cuando se ha comprobado su actuación positiva”. En el mismo sentido, sobre la posibilidad de establecer un **límite de edad** de los Consejeros, la Comisión modifica el criterio seguido en el Informe Olivencia, al considerar que no existen razones sustantivas para formular una recomendación al respecto.

Aborda también la Comisión Aldama el papel que corresponde al **Presidente y Secretario del Consejo**. Respecto del primero, mantiene el criterio seguido en el Informe Olivencia sobre la conveniencia o no de recomendar la separación del cargo de Presidente de Consejo y la función de primer ejecutivo de la sociedad, optando por la alternativa de no pronunciarse a favor de la separación de cargos, ya que la alternativa corresponde a cada empresa en razón de sus circunstancias particulares. El argumento en que se basa el Informe para llegar a esta conclusión, a pesar de la polémica suscitada para separar ambos cargos, es que con ello se puede privar a la sociedad de un liderazgo neto y claro, porque se puede dificultar la transmisión de información entre la dirección y el Consejo y, además, se pueden originar costes de coordinación en la organización.

En relación con el **Secretario del Consejo**, el informe Aldama recomienda que debería atribuírsele, de forma expresa, además del deber de atender a la legalidad formal y material de las actuaciones del Consejo, el de “comprobar su regularidad estatutaria, el cumplimiento de las disposiciones emanadas de los organismos reguladores, y la consideración, en su caso, de sus recomendaciones, así como velar por la observancia de los principios o criterios de gobierno corporativo de la sociedad y las normas del Reglamento del Consejo”⁽³³⁾.

(33) Informe ALDAMA IV.8, p. 42; vid. en relación con el punto 6 del Código Olivencia antes transcrito. En el mismo sentido, vid. Informe Cadbury —punto 4, aptdos. 25, 26 y 27— y aptdo. 1.6 del Código de Procedimientos Óptimos, del mismo Informe, donde recomienda que todos los miembros del Consejo “deben tener acceso a la asesoría y los servicios del Secretario de la Sociedad, responsable ante el Consejo de garantizar que se siguen los procedimientos y que se respetan las reglas y normativas pertinentes. Toda cuestión relativa a la supresión del Secretario de la sociedad debe ser asunto del Consejo en su conjunto”.

Por último, aborda el Informe la constitución **de Comisiones especializadas en el seno del Consejo**, al considerar la conveniencia de diversificar el trabajo y asegurar que las propuestas y acuerdos de aquél, hayan pasado primero por un órgano especializado que pueda filtrar e informar sus decisiones. De entre estas Comisiones, sin perjuicio de cuantas otras acuerden crear las sociedades, recomienda el Informe la creación, de una parte, de la **Comisión Ejecutiva o Delegada**, con funciones para la adopción de acuerdos vinculantes para la sociedad dentro del ámbito de su delegación; y de otra, las **Comisiones de Auditoría y Control, la de Nombramientos y Retribuciones y la de Estrategia e Inversiones**, todas ellas con funciones únicamente de informe y propuesta al Consejo.

También aborda el Informe Aldama la **remuneración de los Consejeros y directivos**. En relación con los primeros, recoge el criterio de hacer públicas las remuneraciones individualizadas de cada Consejero, con el mayor desglose posible por considerar que esta información “es un clásico indicador de la calidad del gobierno corporativo y cumple una función de ejemplaridad en la vida de las sociedades cotizadas”. Por ello, constatando la lentitud con que las sociedades daban cumplimiento a esa recomendación del Informe Olivencia, la Comisión insta a las sociedades para que, de forma inmediata, recojan en la memoria anual la cuantía de la remuneración percibida por cada Consejero, desglosada en todos los conceptos.

En relación con la **remuneración de los directivos**, también considera el Informe que debe recogerse en el informe anual, pero conjuntamente y con desglose de conceptos. A estos efectos, identifica la alta dirección con el Comité de Dirección o similar. Además, para los supuestos de cláusulas de garantía o blindaje —en casos de despido o cambios de control— a favor de componentes de la alta dirección, se recomienda que estos contratos cuenten con la aprobación formal del Consejo de Administración.

El Informe Aldama incluye también determinadas recomendaciones en relación con la formulación de las **cuentas anuales** y los **estados financieros** semestrales y trimestrales, así como sobre los prestadores de servicios profesionales tales como los auditores, los analistas financieros y Bancos de inversión y las Agencias de calificación.

Termina el Informe reconociendo la vigencia de las recomendaciones incluidas en el Código Olivencia, apostando, en esta línea de continuidad, por fomentar la autorregulación en la concreción de sus disposiciones de gobierno corporativo pero, a la vez, reconoce que exclusivamente con la autorregulación no se consiguen, como la experiencia ha demostrado, los objetivos perseguidos. Por ello, considera que algunas recomendaciones que se recogen en el Informe “tendrían un más adecuado soporte con una regulación heterónoma que contu-

viese mandatos cuyo cumplimiento no dependa sólo de la libre y voluntaria determinación de la empresa afectada”.

De entre las materias cuya regulación se recomienda, el Informe destaca las relativas a los deberes básicos de información y transparencia, la definición y el régimen de los deberes de lealtad —más allá del concepto actual de “diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal”—, y la obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo, como son un Reglamento del Consejo de Administración y un Reglamento de la Junta General.

Por último, para destacar la importancia de este Informe, conviene recordar que la Ley 26/2003, de 17 de julio —Ley de Transparencia—, reconoce la importancia que para su elaboración han tenido el Informe y el Código Olivencia y, especialmente, el Informe Aldama, Informes ambos que, además, son utilizados como recomendaciones de referencia en la Circular 1/2004 de la CNMV, de 17 de marzo, hasta tanto este Organismo de supervisión no publique el documento correspondiente.

C) Analogías y diferencias entre los Informes Olivencia y Aldama

Como antes hemos comentado, las Comisiones que elaboraron los respectivos Informes se crearon a instancias de la Administración —sendos acuerdos del Consejo de Ministros— y, como el Informe Aldama reconoce, sigue la línea de continuidad iniciada por el Código Olivencia, cuyas recomendaciones —al menos, en su mayoría— considera vigentes.

Pero, aun cuando entre uno y otro Informe hayan transcurrido sólo cuatro años, las circunstancias en que cada Comisión desarrolla su trabajo son bien distintas, lo que necesariamente ha de reflejarse en los resultados.

El Informe Aldama se emite tras los escándalos financieros que convulsionaron los mercados a nivel mundial y, en consecuencia, la Comisión trabaja en un ambiente generalizado de eferescencia por el gobierno corporativo y la consiguiente reacción de los Gobiernos para contrarrestar los efectos de aquéllos, devolver la confianza a los mercados y rehabilitar la credibilidad en los órganos de supervisión.

En consonancia con el tiempo en que la Comisión Olivencia desarrolla su actividad, el modelo que defiende es el de “stockholders” —la misión de la empresa es la creación de valor para el accionista—, mientras la Comisión Aldama está más próxima al modelo “stakeholders” —la creación de valor ha de extenderse también a los demás interesados en la continuidad de la empresa, incluida la propia sociedad—.

De otra parte, el Informe Olivencia está más próximo a un código de conducta o código ético, que limita su trabajo al ámbito del Consejo de Admi-

nistración de las sociedades, en tanto que el Informe Aldama es un completo código de buen gobierno, que incluye un conjunto de recomendaciones sobre todos los aspectos relacionados con el gobierno corporativo de las sociedades.

Por último, mientras el Informe Olivencia abogaba sólo por la autorregulación, el Informe Aldama, sin perjuicio de defender ese principio, lo complementa con la necesidad de regular los aspectos esenciales de la materia, a la vista de la experiencia negativa de la aplicación por las empresas del Código Olivencia y, sobre todo, por la necesidad perentoria de superar la situación creada en los mercados de valores tras los escándalos financieros.

5. Regulación vs. autorregulación. Aplicación del principio “cumple o explica”

Hasta fechas recientes, la mayor parte de los códigos de buen gobierno consideraban que su cumplimiento había de respetar la autonomía de la voluntad de las empresas, quedando a criterio de las mismas su aplicación o no, siendo el propio mercado quien valorara el grado de cumplimiento de los códigos. Éste es el caso, entre nosotros, del Informe Olivencia, antes comentado⁽³⁴⁾.

No obstante, siguiendo el mimetismo con el modelo anglosajón, el respeto a la autonomía de la empresa se atenúa con la aplicación de principio “cumple o explica”, introducido por el Informe Cadbury. Por este principio, la empresa ha de explicar, y el mercado valorar, por qué no aplica algunas de las recomendaciones del código de referencia⁽³⁵⁾.

La experiencia reciente sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones por las empresas⁽³⁶⁾, de una parte, y los efectos de los últimos escándalos

(34) Estos códigos han sido calificados como “normas blandas” o “suaves”. El profesor Olivencia ha respondido a estas críticas manifestando que “‘la suavidad’ es inherente al movimiento de reforma del ‘Corporate Governance’, en cuanto consiste en formular aspiraciones dirigidas a aquellas instancias que pueden adoptarlas; pero la blandura desaparece cuando éstas se adoptan. Lo mismo da que los destinatarios sean los legisladores o las sociedades; mientras la recomendación no sea acogida, carece de cualquier eficacia jurídica: pero si se acoge, se convierte en norma legal, o en regla estatutaria, o en acuerdo social con la correspondiente fuerza vinculante en cada caso”. Vid. OLIVENCIA RUIZ, M., *El gobierno de las sociedades...*, op. cit. p. 25.

(35) Vid. Alemania, Código de la Comisión Cromme (2002); Bélgica, Informe Cardon (1998); Italia, Código de gobierno de la Bolsa italiana (2002) que, entre otros muchos códigos de gobierno corporativo, recogen este principio.

(36) Vid. GALLARDO VÁZQUEZ, D. y PÉREZ CALDERÓN, E., “Grado de cumplimiento en el buen gobierno de los Bancos españoles”, *Cuadernos de Información Española*, n.º 182, septiembre-octubre 2004, pp. 83-89. Con carácter general, vid. *Análisis sobre la situación actual de las empresas españolas en relación con el Buen Gobierno*, Deloitte-Esade, 2004, 42 pp.

financieros, de otra, hacen aconsejable la intervención de los Gobiernos para regular, al menos, los aspectos más esenciales del gobierno corporativo y ello, sin perjuicio de la publicación de un conjunto de recomendaciones de cumplimiento voluntario, respecto de las cuales aquéllas habrán de explicar, en su caso, los motivos de incumplimiento. No obstante, la aprobación de normas sobre gobierno corporativo puede no ser suficiente para afrontar los problemas planteados, sino que es preciso, además, que exista un auténtico convencimiento en quienes tienen la responsabilidad de la dirección⁽³⁷⁾, así como una competencia profesional y un comportamiento ético por parte de los administradores y gestores⁽³⁸⁾.

Los Organismos de supervisión —en nuestro caso la CNMV— habrán de velar por el cumplimiento de la normativa vigente, así como por el grado de cumplimiento de las recomendaciones o de las motivaciones alegadas por las empresas para su incumplimiento, siendo previsible que, como acertadamente señala Aldama⁽³⁹⁾, si el grado de cumplimiento de las recomendaciones es tan reducido como en estos últimos años, se supla por vía de nueva regulación lo que hasta ahora se ha mantenido en el ámbito de la autonomía de voluntad de las empresas, por medio de recomendaciones de aplicación voluntaria.

Como hemos comentado al principio de este trabajo, el sistema de gobierno corporativo no se agota en las normas de obligado cumplimiento aprobados hasta la fecha sino que, por el contrario, esta regulación constituye una parte mínima de aquél, del que forman parte un conjunto de recomendaciones de

(37) Vid. ADELLE, R., “El papel de los directivos en el buen gobierno y en el liderazgo de las empresas”, *Revista Dirección y progreso*, n.º 184, julio-agosto de 2002, pp. 61-64. Opina este autor —p. 64— que “las prácticas éticas difícilmente se pueden imponer por decreto. Quizá se pueden limitar los escándalos, generar mecanismos de información más transparentes y eficaces para los accionistas y los trabajadores, pero sólo con el profundo convencimiento de su ‘rentabilidad’ como factor de crecimiento económico y personal se producirá el golpe de timón que parece necesario dar al gobierno de las empresas”.

(38) Vid. Informe ALDAMA (III.3) “... sin embargo, la experiencia demuestra que ni las leyes más exigentes, ni los códigos mejor elaborados, resultan suficientes para garantizar el buen gobierno de las empresas. Este exige, además, competencia profesional y un comportamiento ético por parte de los administradores y gestores, que impulse siempre a buscar el bien de la empresa a largo plazo por encima de sus propios intereses a corto plazo. El respeto a los valores éticos en la vida profesional es imprescindible y sin él, las reglas y prácticas relativas al gobierno de la empresa resultarían insuficientes”.

(39) Vid. “Un año para los cambios en el gobierno corporativo. ¿cuánto para implantación real?”, en *Revista de Escritura Pública*, n.º 23, septiembre-octubre 2003, 2 pp. En el mismo sentido, ya el Informe Cadbury —aptdo. 3.6— reconocía que “si no se aprecia una mejora de las reglas de información financiera y de conducta empresarial, será inevitable un mayor recurso a la normativa”.

aplicación voluntaria y otras prácticas de empresa, aplicadas por las mismas con base en sus facultades de autorregulación ⁽⁴⁰⁾.

La regla “cumple o explica” ha sido recogida expresamente en la legislación específica de Cajas de Ahorros, a través de la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero —artículo 1. 1.i)— tantas veces citada. El mismo precepto faculta a la Comisión Nacional del mercado de Valores a elaborar —“podrá elaborar”, dice la norma— un documento sobre gobierno corporativo que podrá servir como criterio “para la adopción de normas de buen gobierno por parte de las Cajas de Ahorros, y para su justificación o explicación de las normas o prácticas que apruebe o realice la Entidad” ⁽⁴¹⁾.

Hasta tanto se publica el citado documento por la CNMV, la disposición adicional primera de la Circular 2/2005, acota el grado de información a suministrar sobre la materia, a lo indicado en el Anexo I de la misma ⁽⁴²⁾.

6. Regulación en España para las sociedades cotizadas

Como hemos indicado en la introducción de este trabajo, la primera regulación en España del gobierno corporativo, aunque parcialmente, procede de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —Ley Financiera—, aunque la más importante regulación corresponde a la Ley 26/2003, de 17 de julio ⁽⁴³⁾, que modifica la Ley de Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas ⁽⁴⁴⁾.

El nuevo título incluido en la LMV consta de siete artículos —del 111 al 117— que regulan aspectos relacionados con el ámbito de aplicación, los pac-

⁽⁴⁰⁾ Sobre autorregulación vid. DE LA CUESTA RUTE, J. M.^a, “Algunas reflexiones sobre el fenómeno de la autorregulación”, *RDBB*, n.º 94, abril-junio 2004, pp. 87-115.

⁽⁴¹⁾ Vid. SÁNCHEZ CALERO, Fernando, “Informe anual de Gobierno Corporativo”, *RDBB*, n.º 94, abril-junio 2004, pp. 7-42, en particular pp. 19-21 sobre grado de vinculación de las recomendaciones.

⁽⁴²⁾ En el mismo sentido, vid. disposición transitoria primera de la Circular 1/2004, de la CNMV, para las sociedades cotizadas.

⁽⁴³⁾ Modificada por Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden. La Ley introduce un nuevo artículo 111.bis, a la LMV, sobre límites a la emisión de obligaciones, y modifica la disposición adicional decimoctava, sobre el Comité de Auditoría.

⁽⁴⁴⁾ El artículo 1 modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, añadiendo un Título X a la misma bajo la rúbrica “De las sociedades cotizadas”. El artículo 2.º modifica el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, aprobado por RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

tos parasociales sujetos a publicidad, la Junta General de accionistas, el Consejo de Administración, el informe anual de gobierno corporativo y los instrumentos de información.

En cuanto afecta a la modificación de la LSA, se regula la delegación y el ejercicio del voto para la Junta General, así como los medios a través de los cuales puede conferirse la representación —artículo 105.4 y 5—, el derecho de información a los accionistas, previo a la Junta y durante su celebración —artículo 112— y deber de diligente administración —artículo 127—. Además se introducen tres nuevos artículos —artículos 127.bis, ter y quáter— regulando los deberes de fidelidad, lealtad y secreto. También, se da nueva redacción al artículo 133, sobre responsabilidad de los administradores.

Esta Ley, en cuanto afecta a las sociedades anónimas cotizadas, ha sido desarrollada por Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, y por Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Aunque no es objeto de este trabajo, el estudio de la regulación aplicable a las sociedades anónimas cotizadas servirá de referencia al estudiar la normativa aplicable a las Cajas de Ahorros.

III. GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA EN LAS CAJAS DE AHORROS ⁽⁴⁵⁾

1. Aplicación de los principios de gobierno corporativo a las Cajas de Ahorros

Las normas y recomendaciones de gobierno corporativo están dirigidas, fundamentalmente, a las sociedades anónimas cotizadas, si bien su aplicación a

⁽⁴⁵⁾ Vid. CUERVO GARCÍA, A., “El buen gobierno de las sociedades y las Cajas de Ahorros”, *R. Economistas*, n.º 1, primer semestre 2004, pp. 18-27 y “El código de buen gobierno en las Cajas de Ahorros”, en *2.ª Jornadas sobre singularidad de las Cajas de Ahorros Españolas*, Zaragoza, 13 y 14 de noviembre de 2003, pp. 69-81. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.C., “El buen gobierno de las Cajas de Ahorros”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n.º 601, 2003, pp. 1-9. MADRID PARRA, A., Régimen de transparencia en las Cajas de Ahorros, *Perspectivas del sistema financiero*, n.º 81, 2004, pp. 1-25. AZOFRA PALENZUELA, V. y SANTAMARÍA MARISCAL, M., “El gobierno de las Cajas de Ahorros españolas”, *Universia Business Review*, n.º 2, 2004, pp. 48-59. TRIAS SAGNIER, M., “Buen gobierno y transparencia en las Cajas de Ahorros”, *Seminario ESCA de CECA*, 16 de abril, 2004, t. mec., 19 pp. CRESPI CLADERA, R. y GARCÍA CESTONA, M.A., “El gobierno de las entidades bancarias: su evolución y el caso de las Cajas de Ahorros”, *PEE*, n.º 101, 2004, pp. 176-193. MATEU DE ROS CEREZÓ, R., *La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Navarra 2004, 332 pp.

otras empresas —incluidas las PYMEs— se considera aconsejable por distintos códigos de buen gobierno ⁽⁴⁶⁾.

Las Cajas de Ahorros han sido incluidas en el ámbito de aplicación de las normas y recomendaciones de gobierno corporativo, aunque la forma en que esa aplicación se ha realizado, no ha sido acertada.

La disposición adicional segunda de la Ley de Transparencia y la Orden ECO 354/2004, de 17 de febrero, que desarrolla aquélla, obligan a las Cajas a incluir en el informe anual de gobierno corporativo, una información que, con mucho más fundamento, sería exigible a las sociedades cotizadas, aunque para éstas no es obligatorio. Así, las Cajas —que no las sociedades cotizadas— han de incluir en el informe anual de gobierno corporativo, información sobre las operaciones concedidas a determinadas corporaciones y entes públicos, sobre la retribución de los miembros de los órganos de gobierno y personal directivo, además de crear, como hemos comentado, las Comisiones de Retribuciones y de Inversiones, incluyendo en el referido informe un resumen del informe anual que la citada Comisión de Inversiones eleva al Consejo de Administración de la Caja.

Esta discriminación de las Cajas en relación con las sociedades cotizadas, fue criticada con mucho fundamento en el trámite parlamentario de la Ley ⁽⁴⁷⁾, aunque las enmiendas sobre la materia no prosperaron.

Es cierto que las Cajas de Ahorros, por su naturaleza jurídica fundacional, por la singular configuración de sus órganos de gobierno y por su ejemplar trayectoria, no actúan con el oscurantismo que ha caracterizado a otras sociedades de su entorno y son, en consecuencia, más transparentes. Pero ello no impide que las Cajas se sumen al movimiento de gobierno corporativo, en cuanto sus normas o recomendaciones sean de aplicación a las mismas. La cuestión hoy se centra, por las razones que luego expondremos, en determinar qué aspectos del gobierno corporativo son aplicables a las Cajas y en qué forma —por normas o recomendaciones—, pero no en debatir si las Cajas han de incluirse en el ámbito subjetivo del gobierno corporativo.

⁽⁴⁶⁾ Vid. Informe Cadbury —aptdo. 3.1.— donde exhorta a todas las sociedades, aunque no sean cotizadas, a que cumplan sus requisitos. En el mismo sentido, el Informe Olivencia —aptdo. 4.—, aunque va dirigido fundamentalmente a las sociedades cotizadas, recomienda su extensión a todas las empresas, especialmente a aquéllas que apelan con asiduidad a los mercados de capitales. El Informe Aldama —I. 5—, sigue la misma orientación que el Informe Olivencia.

⁽⁴⁷⁾ Vid. BOCG. Senado, n.º 144, de 25 de junio de 2003, pp. 9059-9075 y Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, n.º 267, 2003, p. 13912.

Las Cajas de Ahorros son entidades de crédito y, en cuanto tales, están sujetas a un régimen singular de supervisión⁽⁴⁸⁾ que es compatible y complementario con el control que corresponde a la CNMV, como supervisora de las entidades que operan en los mercados de valores. Las Cajas están sometidas, además, al control que ejercen las Comunidades Autónomas en ejercicio de sus competencias. Su calidad de entidades de crédito justifica sobradamente la aplicación a las mismas de las normas y recomendaciones de gobierno corporativo.

Por otra parte, las Cajas emiten valores admitidos a cotización en mercados oficiales, como obligaciones subordinadas, participaciones preferentes o cuotas participativas. Además, las Cajas, en su mayoría, tienen participaciones en empresas cotizadas, de las que a veces forman parte de sus Consejos de Administración.

Estos argumentos son, entendemos, más que suficientes para justificar la aplicación a las Cajas de los principios y normas de gobierno corporativo.

Otra cuestión distinta es, como antes hemos apuntado, su grado de aplicación en función de las peculiaridades que las Cajas tienen respecto de las sociedades anónimas cotizadas, cuestión que ahora nos corresponde abordar.

A los efectos que aquí interesan, estas diferencias entre las Cajas y las sociedades cotizadas tienen su origen en su peculiar naturaleza jurídica, ya que las Cajas son entidades de crédito de origen fundacional y de interés social. De esta importante peculiaridad, se derivan otras muchas diferencias con las sociedades anónimas cotizadas, relativas a la estructura y composición de sus Órganos de Gobierno y a los intereses representados en aquéllos.

a) Intereses representados en los Órganos de Gobierno.

En los Órganos de Gobierno de las Cajas, aunque existen diversos cauces de representación —corporaciones municipales, impositores, personal y otras entidades públicas o privadas—, los únicos intereses que están representados en ellos son los intereses sociales de su ámbito de actuación. Las Cajas, que no tienen propietarios, responden al modelo “stakeholders”.

En las sociedades anónimas, los únicos intereses representados son los de la propiedad de la empresa —accionistas— y, en función de la mayor o menor concentración de la propiedad, pueden producirse situaciones de control en detrimento de los derechos de los accionistas minoritarios, así como conflictos de interés entre los particulares de los accionistas de control y los de la empresa.

(48) Vid. SALAS FUMÁ, V., “El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación”, *AFI*, 20 de noviembre de 2003, 31 pp.

Estas situaciones no son predicables respecto a las Cajas de Ahorros, puesto que el control no puede producirse, ni el conflicto de intereses, al menos en el ámbito de la Asamblea General. Obviamente, tampoco pueden producirse pactos parasociales.

Así pues, el núcleo esencial del gobierno corporativo que tiene su origen, como hemos visto, en la cada vez mayor dispersión de la propiedad de las empresas y en la necesidad de resolver los problemas que se ocasionan por el distanciamiento creciente entre la propiedad y el control de la empresa, no es aplicable a las Cajas.

b) Composición del Consejo de Administración.

Los miembros del Consejo de Administración son elegidos por la Asamblea General de las Cajas, de entre sus miembros —salvo supuestos excepcionales tasados por su legislación vigente—, y todos ellos, con independencia del origen de su nombramiento, representan los intereses sociales de la zona de actuación de la Caja, como antes hemos comentado.

En las Cajas, pues, todos los Consejeros representan los mismos intereses y han de calificarse, en consecuencia, como independientes. Por tanto, no cabe para las Cajas distinguir, como ocurre con las sociedades anónimas, entre Consejeros internos y externos, incluyendo entre éstos últimos los dominicales y los independientes ⁽⁴⁹⁾.

c) Comisión de Control de la Cajas.

Con la Reforma Fuente Quintana de 1997, se implanta para las Cajas de Ahorros una estructura dual, formada por el Consejo de Administración y la Comisión de Control ⁽⁵⁰⁾, a diferencia de las sociedades anónimas que tienen una estructura unitaria —sólo Consejo de Administración—.

Aun cuando en el ámbito europeo se respeta la libertad de los Estados para implantar en las empresas una estructura de gobierno unitaria o dual ⁽⁵¹⁾, la necesidad de aumentar el control y la supervisión interna de las empresas,

(49) Sobre consejeros independientes vid. ALEX GRANT y otros “Consejeros independientes en el buen gobierno de la empresa”, *R. Dirección y Progreso*, n.º 184, julio-agosto 2002, pp. 42-48. Asimismo, en la misma publicación, vid. ZURUTUZA, E., *¿Se deben imponer legalmente los consejeros independientes?*, pp. 38-41. Informe Winter (III.10), Código Olivencia (R 2 y 3), Informe Aldama (IV, 2.1).

(50) Vid. F. ROS *Las Cajas de Ahorros en España: evolución y régimen jurídico*, op. cit. pp. 507 y ss.

(51) Vid. Informe Winter (III. 9).

obliga a las que tienen una estructura unitaria a crear Comisiones especiales, para conocer cuestiones importantes de las empresas y emitir informes al Consejo de Administración, que decidirá en última instancia.

Estas Comisiones son elegidas de entre los miembros del Consejo de Administración, y son de destacar, entre otras, las Comisiones de Auditoría y las de Nombramientos y Retribuciones. La tendencia actual de las empresas se dirige hacia la aplicación de una estructura dual⁽⁵²⁾, aun cuando se produzca a partir de la creación de Comisiones extraídas del propio Consejo de Administración.

Pero las Cajas, que ya tienen una estructura dual, no necesitan extraer del Consejo un Comité de Auditoría, puesto que ya tienen la Comisión de Control. Y, por el mismo motivo, tampoco necesitan de una Comisión de Nombramientos —pensado para las sociedades anónimas y, en particular, para el nombramiento de los consejeros independientes—, puesto que su legislación específica reconoce esta competencia a la Comisión de Control, constituida a este fin en Comisión Electoral. Al menos en este aspecto la normativa sobre gobierno corporativo ha sido coherente y no a obligado a las Cajas a crear esta Comisión.

d) Retribución de los consejeros.

Es este un aspecto muy importante, abordado en profundidad por la mayoría de los códigos de buen gobierno⁽⁵³⁾, puesto que del mismo se han derivado consecuencias no deseadas. La retribución de los administradores y directivos vinculada a la cesión de acciones o a la opción sobre acciones, ha sido el origen de una gestión cortoplacista de las empresas, a costa, en la mayoría de las ocasiones, de su supervivencia a largo plazo.

Es comprensible, en consecuencia, que el gobierno corporativo trate de abordar la cuestión, limitando este sistema de remuneración o, al menos, sometiéndolo a unas instancias de aprobación que garanticen un uso adecuado del mismo.

La paradoja se produce cuando por medio de normas de regulación del gobierno corporativo, no se obliga a las sociedades anónimas cotizadas a constituir una **Comisión de Retribuciones**, pero sí se obliga a constituir la a las Cajas, donde los miembros de los Órganos de Gobierno desempeñan los cargos gratuitamente —con excepción de Presidente o Vicepresidente con funciones ejecutivas, en su caso— y donde no existe la posibilidad de retribuir con sistemas vinculados a la evolución de la cotización de las acciones.

(52) Vid. ALONSO LEDESMA, C., El buen Gobierno de las sociedades en Europa..., op. cit., pp. 145.

(53) Vid. Principios de Gobierno de Empresa de la OCDE (P. VI), Informe Winter (III.11), Informe y Código Olivencia (R.15) e Informe Aldama (IV.6).

Esta peculiaridad de la Cajas respecto de las sociedades anónimas, no se ha tenido en cuenta por el legislador, obligando a aquéllas a crear una Comisión que nace vacía de contenido y limitará sus funciones al estudio y propuesta de la retribución de la alta dirección de la Caja. Por el mismo motivo —desconocimiento de estas entidades—, se reguló el Comité de Auditoría, desconociendo la existencia de la Comisión de Control y sus funciones.

Éste es el peligro a que ante nos hemos referido y ahora reiteramos. Lo esencial, no es si se aplican o no a la Cajas las normas de gobierno corporativo, sino que esa aplicación se realice teniendo en cuenta la singular naturaleza de estas entidades y las importantes peculiaridades que las diferencian de las sociedades anónimas.

2. Regulación aplicable a las Cajas de Ahorros

La legislación específica de la Cajas de Ahorros —LORCA⁽⁵⁴⁾— ya regulaba aspectos concretos de gobierno corporativo, que posteriormente se han incorporado como recomendaciones en algunos códigos de buen gobierno, como la edad de los consejeros, duración del mandato y límites a la reelección, y otros aspectos tendentes a evitar los conflictos de interés entre los Consejeros y la propia Caja, regulando a tal fin las incompatibilidades, prohibiciones y limitaciones que afectan a aquéllos.

Posteriormente, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —Ley Financiera— regula, ya con carácter general, otro conjunto de materias que corresponden al ámbito del gobierno corporativo, como la protección de los clientes, de los inversores en los mercados de capitales, información relevante e información privilegiada, Comité de Auditoría y otros.

La Ley 26/2003, de 17 de julio —Ley de Transparencia—, tiene por objeto reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, si bien, obliga también a las Cajas a publicar un informe anual de gobierno corporativo en la página web de la entidad, y a constituir en el seno del Consejo, dos nuevas Comisiones de Retribuciones y de Inversiones⁽⁵⁵⁾.

(54) Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros.

(55) La Ley de Transparencia fue modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, extendiendo a las Cajas la obligación de constituir un Comité de auditoría —pudiendo asumir sus funciones la Comisión de Control— y dando nueva redacción a los artículos 20.bis y 20.ter de la LORCA, que regulan las Comisiones de Retribuciones y de Inversiones.

La inclusión apresurada de las Cajas en la Ley de Transparencia, es la causa de que no encontremos ninguna referencia a estas entidades en la Exposición de Motivos de la Ley. Además, a diferencia de la regulación que afecta a las sociedades anónimas, que se hizo mediante modificación de la LSA y de la LMV, la relativa a las Cajas de Ahorros se ha mantenido como disposición adicional segunda de la Ley de Transparencia cuando, en buena técnica jurídica, debería haberse modificado en tal sentido la LORCA.

La Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores, desarrolla la Ley de Transparencia —disposición adicional segunda— en lo referente a estas entidades, habiéndose publicado recientemente la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la CNMV, sobre esta materia ⁽⁵⁶⁾.

La citada OM contiene sólo dos artículos destinados a regular el informe anual de gobierno corporativo, el primero, y la difusión de los hechos relevantes y la publicidad del informe anterior, el segundo. El preámbulo de la norma es copia casi literal de la OM relativa a las sociedades anónimas cotizadas, lo que explica la inadecuada referencia a pactos parasociales, que no pueden producirse en las Cajas.

Pasamos a continuación a comentar el contenido de la repetida OM de 17 de febrero de 2004, no sin antes resaltar que la misma no es aplicable a todas las Cajas de Ahorros, sino exclusivamente a aquéllas que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores.

A) Informe anual de gobierno corporativo ⁽⁵⁷⁾

La Ley de Transparencia —disposición adicional segunda, apartado 1— obliga a las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, a publicar anualmente un informe de gobierno corporativo que deberá comunicarse a la CNMV, que a su vez lo remitirá al Banco de España y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en que radique la sede social de las respectivas Cajas. El citado informe, además, debe publicarse como hecho relevante e incluirse en la página web de la entidad.

⁽⁵⁶⁾ Para las sociedades cotizadas se publicó por la CNMV la Circular 1/2004, de 17 de marzo.

⁽⁵⁷⁾ Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Informe anual de gobierno corporativo*, op. cit., SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.C., “Cajas de Ahorros: Informe de gobierno corporativo e información sobre hechos relevantes”, *RDBB*, n.º 93, enero-marzo 2004, pp. 316-319.

La misma disposición adicional, faculta al Ministerio de Economía para determinar el contenido y estructura del informe, siempre que se respete el contenido mínimo que posteriormente comentamos, pudiendo ejercer esas funciones la CNMV, previa habilitación expresa del citado Ministerio.

Como hemos reiterado, la Ley de Transparencia se desarrolla en esta materia por Orden ECO 354/2004, de 17 de febrero que, en cuanto afecta al informe anual de gobierno corporativo, regula su contenido mínimo y habilita a la CNMV para determinar su contenido y estructura, función que realiza el citado órgano supervisor por Circular 2/2005, de 21 de abril, antes citada.

El Informe Anual de Gobierno Corporativo es, como destaca SÁNCHEZ-CALERO ⁽⁵⁸⁾, un mecanismo público de control del cumplimiento de las normas de gobierno corporativo pero, sobre todo, es un instrumento —junto con la página web— puesto al servicio de la transparencia como medio de información que permita a todos los interesados conocer cuáles son los procesos que se siguen en la toma de decisiones y la verdadera situación económica y financiera de la empresa.

La Orden ECO/354/2004 define en su Preámbulo la finalidad del informe anual, en los siguientes términos: “es un documento cuya finalidad es recoger una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno de la entidad, que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno de la misma, con objeto de tener una imagen fiel y un juicio fundado de la entidad”.

Como vemos, el propio legislador alude a las dos vertientes a que antes nos hemos referido; la interna de la entidad, por la que se modifica, o dicho en otros términos, se enriquece la estructura de gobierno de la entidad y se mejoran los procesos de toma de decisiones de la misma; y la vertiente externa del mismo, por la que el supervisor —CNMV— y el mercado obtienen una información completa y razonada sobre la estructura y funcionamiento de aquéllas, para conseguir tener una imagen fiel y un juicio fundado sobre las mismas ⁽⁵⁹⁾.

⁽⁵⁸⁾ *Informe anual del gobierno corporativo* op. cit., p. 10.

⁽⁵⁹⁾ Ha de tenerse en cuenta lo dispuesto en la Norma 2.^a de la Circular 2/2005, de la CNMV relativa al principio general de transparencia informativa. Según la misma, toda la información incluida en el informe anual de gobierno corporativo —y en la página web de la Caja—, ha de ser clara, íntegra, correcta y veraz, sin que pueda inducir a error o confusión o no permita al inversor hacerse un juicio fundado de la entidad.

Según hemos comentado, la Ley de Transparencia —disposición adicional segunda, apartado 2⁽⁶⁰⁾—: regula el contenido mínimo del informe de gobierno corporativo, que se desarrolla por el artículo primero de la Orden ECO/354/2004 y Circular 2/2005, de la CNMV, en los términos que a continuación comentamos⁽⁶¹⁾.

a) Estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno

La Ley de Transparencia precisa que el contenido y estructura del informe, atendiendo a la naturaleza jurídica de la Caja, debe ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno y de su funcionamiento en la práctica. Posteriormente, al regular el contenido mínimo del citado informe, alude por separado a la estructura de administración de la entidad —disposición adicional segunda, 2.a)— y al funcionamiento de los órganos de gobierno —apartado h)—, a cuyo fin debe explicarse detalladamente “el sistema de gobierno y administración de la entidad...”.

La referencia a la “estructura de administración de la entidad”, debe interpretarse en un sentido amplio ya que, del propio desarrollo del precepto, se deduce que no sólo se refiere al Consejo de Administración, sino que abarca a todos los órganos de gobierno de las Cajas⁽⁶²⁾.

La Orden de desarrollo dedica un único apartado a la estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno —artículo primero, 1.a)—, mejorando con ello la sistemática seguida por la Ley de Transparencia. No obstante, para analizar adecuadamente el contenido del precepto, distinguiremos entre la información común a todos los órganos de gobierno y la singular de cada uno de ellos.

a) Información común a todos los órganos de gobierno.

Respecto de la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, la información a facilitar es la siguiente:

(60) Modificada por Ley 62/2003, de 30 de diciembre, en sus apartados b), c) y d).

(61) Circular 2/2005, de la CNMV, distingue, respecto de la información a facilitar por las Cajas, entre aquellas que emiten cuotas participativas y las que no emiten —norma 1.ª 2.—.

(62) Los órganos de gobierno de las Cajas de Ahorros son la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control, a tenor de lo dispuesto en el artículo primero de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorros, —LORCA—, y no tienen tal consideración las distintas Comisiones existentes en las Cajas, que son órganos delegados o de apoyo del Consejo.

- Composición e identidad de sus miembros, con indicación del número de componentes de cada órgano de gobierno ⁽⁶³⁾.
- Representación que ostentan ⁽⁶⁴⁾.
- Normas reguladoras de la elección, nombramiento, aceptación y revocación de los cargos ⁽⁶⁵⁾.
- Periodicidad de las reuniones.
- Reglas relativas a la convocatoria, determinando los supuestos en que sus miembros puedan solicitar la convocatoria.
- Reglas relativas a la constitución, quórum de asistencia y régimen de adopción de acuerdos.
- Reglas sobre información a facilitar a sus miembros y sistemas previstos para el acceso a dicha información.
- Indicación del órgano de gobierno con capacidad para decidir la toma de participaciones empresariales y, de existir, qué exigencias procedimentales o de información están previstas para este tipo de acuerdos ⁽⁶⁶⁾.

(63) La Orden ECO 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, distingue entre estructura de la propiedad de la sociedad —a cuyo fin debe incluirse información, entre otras, de la identidad de los accionistas con participaciones significativas— y la estructura de la administración de la sociedad, debiendo indicarse para cada miembro del Consejo de Administración, si es ejecutivo o no, y en este último caso, si es consejero dominical o independiente. Como antes hemos indicado, esta clasificación no es aplicable a las Cajas de Ahorros ya que todos sus consejeros han de considerarse, a estos efectos, como independientes.

(64) Como hemos reiterado, todos los miembros de los órganos de gobierno representan los intereses colectivos del ámbito de actuación de la Caja, y han de ejercer sus funciones en beneficio exclusivo de los intereses de la entidad y del cumplimiento de su función social —LORCA, artículos 1.º y 2.º —, de ahí que la referencia a la representación haya de entenderse como “cauce de representación” por el que el consejero accede al órgano de gobierno.

(65) Sin perjuicio de las referencias a los preceptos de la normativa básica estatal, en todo caso habrá que estar a lo dispuesto en la normativa específica de las Comunidades Autónomas y en los Estatutos y Reglamentos internos de cada Caja.

(66) En relación con la toma de participaciones empresariales, ha de tenerse en cuenta que la Ley de Transparencia —disposición adicional 2.ª, apartado 2.h)— requiere una explicación detallada sobre las realizadas “bien directamente, bien por entidades dotadas, adscritas o participadas”. Con carácter general, en las Cajas de Ahorros, el órgano de gobierno competente para decidir sobre la toma de participaciones empresariales, es el Consejo de Administración y, a falta de un Reglamento del mismo, el procedimiento a que se refiere la norma puede recogerse en un acuerdo expreso de este órgano de gobierno.

- Sistemas internos establecidos para el control del cumplimiento de los acuerdos adoptados por los órganos de gobierno⁽⁶⁷⁾.
- b) Información específica de cada órgano de gobierno.
 - b.1. Asamblea General.
 - Funciones de la Asamblea General⁽⁶⁸⁾.
 - Funcionamiento y desarrollo de las sesiones, con referencia al reglamento de la Asamblea, en su caso⁽⁶⁹⁾.
 - Datos de asistencia a las Asambleas anteriores y acuerdos adoptados⁽⁷⁰⁾.
 - b.2. Consejo de Administración.
 - Funciones propias del Consejo de Administración, distinguiendo entre las propias y las que le han sido delegadas por la Asamblea General⁽⁷¹⁾.

⁽⁶⁷⁾ Los sistemas de control del cumplimiento de acuerdos, pueden regularse en los reglamentos de cada órgano, en su caso, o establecerse por acuerdo expreso del órgano de que se trate, ygr. obligando a dar cuenta en cada sesión que se celebre, del estado de ejecución de los acuerdos adoptados en sesiones anteriores.

⁽⁶⁸⁾ Vid. artículo 11 de la LORCA. Han de tenerse en cuenta otras materias que son competencia de la Asamblea y no se encuentran recogidas en el citado artículo, o en la normativa autonómica o estatutaria, como la facultad de decidir sobre la emisión de cuotas participativas.

⁽⁶⁹⁾ La materia es propia del contenido del Reglamento de la Asamblea, si existe; la referencia al desarrollo de las sesiones puede aludir al turno de intervenciones de los Consejeros Generales para formular preguntas o propuestas, el debate de las mismas y de los temas incluidos en el orden del día.

⁽⁷⁰⁾ Aunque el precepto no acota en el tiempo la obligación de informar, entendemos que se refiere a las sesiones de la Asamblea General celebradas durante el ejercicio a que se refiere el informe anual de gobierno corporativo.

⁽⁷¹⁾ Con carácter general, son competencia del Consejo de Administración de las Cajas, como órgano de gobierno al que corresponde la administración y gestión financiera, todas aquellas funciones que no estén expresamente atribuidas por Ley o por Estatutos, a otros órganos de gobierno. No obstante, este criterio no es de aplicación cuando se trata de decidir sobre la emisión de títulos computables como recursos propios, en cuyo caso la competencia —por analogía con la legislación de las sociedades anónimas— es de la Asamblea General, aunque puede delegarlas en el Consejo de Administración, con ciertas limitaciones.

- Funciones indelegables ⁽⁷²⁾.
- Competencias delegadas de forma permanente en otros órganos ejecutivos ⁽⁷³⁾.
- Cargos desempeñados por cada uno de sus miembros y funciones asignadas estatutariamente ⁽⁷⁴⁾.
- Informe sobre la existencia de un Reglamento del Consejo, en su caso ⁽⁷⁵⁾.

b.3. Comisiones del Consejo.

Las Comisiones que por imperativo legal deba constituir el Consejo, o se creen voluntariamente por éste, no tienen la consideración de órganos de gobierno de la Caja puesto que, como antes hemos comentado, sólo pueden considerarse como tales los órganos regulados en el artículo 1.º de la LORCA.

Estas Comisiones serán órganos delegados del Consejo, con capacidad decisoria, en los términos y con la amplitud que comprenda el acuerdo de delegación —Comisión Ejecutiva, Comisión de Obras Sociales u otras que acuerde crear el Consejo—, mientras que otras Comisiones tienen la misión exclusiva de asesorar e informar al Consejo. Estos órganos, que podrían tener, además, funciones delegadas si así lo acordara el Consejo, son órganos de apoyo a éste según la terminología utilizada por la norma comentada, que califica como tales al Comité de Auditoría —cuando exista con independencia de la Comisión de Control—, y a las Comisiones de Inversiones y de Retribuciones.

Para todas las Comisiones del Consejo, sean sus funciones delegadas o de apoyo, obliga el precepto comentado a incluir en el informe anual:

- Información sobre su composición e identidad de sus miembros, con indicación de la representación que ostentan.

⁽⁷²⁾ Son indelegables las funciones relativas a la elevación de propuestas a la Asamblea General, o cuando se trate de facultades especialmente delegadas en el Consejo, salvo que fuese expresamente autorizado para ello —LORCA, artículo 20.2—. También es indelegable el deber de vigilancia de las actividades delegadas, en los términos previstos en el artículo 19.2 de la misma Ley.

⁽⁷³⁾ El consejo de Administración puede delegar funciones en la Comisión Ejecutiva y en el Director General —LORCA, artículo 20.2—, así como en el Presidente o Vicepresidente, por extensión de lo previsto en el artículo 27 de la misma Ley. Además, el Consejo puede crear otras comisiones —vgr. de OBS— en las que puede delegar funciones de forma permanente.

⁽⁷⁴⁾ Habrán de indicarse los miembros del Consejo que ostentan los cargos de Presidente, Vicepresidentes por su orden y Secretario —si es miembro del Consejo—, así como los vocales del mismo.

⁽⁷⁵⁾ No es obligatorio para las Cajas, aunque sí lo es para las sociedades anónimas cotizadas, aprobar un Reglamento de la Asamblea General y otro del Consejo de Administración, como antes hemos comentado, si bien encontramos una recomendación implícita para su aprobación, en el artículo 2.3 de la Orden ECO/354/2004.

- Referencia a las normas relativas al sistema de elección, nombramiento, aceptación y revocación de los cargos ⁽⁷⁶⁾.
- Descripción de sus funciones de apoyo al Consejo de Administración.

En particular para la Comisión Ejecutiva, deben indicarse también sus funciones estatutarias y delegadas.

b.4. Comisión de Control.

- Descripción de funciones ⁽⁷⁷⁾.
- Información sobre si ha asumido las funciones del Comité de Auditoría ⁽⁷⁸⁾.
- Sistema establecido para que la Comisión de Control conozca los acuerdos adoptados por el órgano de Administración, para poder ejercer sus funciones de fiscalización y propuesta de suspensión de acuerdos ⁽⁷⁹⁾.

b.5. Órganos ejecutivos.

- Función del Presidente y Vicepresidente ejecutivos, en su caso ⁽⁸⁰⁾.
- Identidad y funciones del Director General y asimilados ⁽⁸¹⁾.

⁽⁷⁶⁾ Según se desprende de lo dispuesto en el artículo 2.3, apartados d) y e) de la Orden Ministerial comentada, no es obligatorio para la Caja la elaboración de un reglamento para las Comisiones delegadas del Consejo, aunque sí lo es para las Comisiones de Retribuciones y de Inversiones. No obstante, si el contenido de esos reglamentos estuviese ya regulado en los Estatutos de la Entidad, entendemos que esos reglamentos serían innecesarios.

⁽⁷⁷⁾ Vid LORCA, artículo 24.

⁽⁷⁸⁾ Vid. Ley 24/1988, del mercado de valores, disposición decimoctava, apartado 5, según nueva redacción dada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre.

⁽⁷⁹⁾ Vid. artículo 27 del RD 798/1986, de 21 de marzo, de desarrollo parcial de la LORCA.

⁽⁸⁰⁾ La Circular 2/2005, de la CNMV (A.2.13), sobre los cargos ejecutivos del Consejo de Administración dispone que se entenderá por tales “a los que poseen funciones ejecutivas o directivas en la entidad y, en todo caso, los que mantengan una relación contractual laboral, mercantil o de otra índole con la entidad, distinta de su condición de miembro del consejo, siempre que se le haya otorgado poderes amplios y estables en virtud de los cuales ejerciten funciones ejecutivas o directivas. Igualmente se considerarán ejecutivos los que posean las mismas funciones o capacidades en algunas de las filiales del grupo”.

⁽⁸¹⁾ La referencia a “asimilado” a Director General hay que entenderla como equivalente a aquél, pero con otra denominación —Director Gerente, Gerente o Administrador General...—, pero con las mismas funciones, según se desprende de la interpretación conjunta de los artículos 26 y 27 de la LORCA.

La Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito —Ley 28/1988, de 29 de julio— en su artículo 1.4, en relación con los cargos asimilados al Director General, considera que por tales han de entenderse “aquellas personas que desarrollan en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de Administración, o de Comisiones Ejecutivas o consejeros delegados del mismo”.

b) Operaciones de crédito, aval o garantía

En el informe anual de gobierno corporativo deben incluirse, según dispone la Ley de Transparencia —disposición adicional segunda, apartado 2.b) y c)—, las operaciones de crédito, aval o garantía, efectuadas con miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control, determinados familiares de aquéllos, sociedades o grupos políticos, en los términos que a continuación comentamos.

Ambos apartados fueron modificados por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, dando una redacción más restrictiva a los citados preceptos, ya que la Ley de Transparencia aludía a “operaciones afectuadas...”, lo que incluiría cualquier tipo de operación de activo o de pasivo, incluso la prestación de servicios de cualquier naturaleza realizadas por la entidad, mientras que la nueva redacción limita la información a las “operaciones de crédito, aval o garantía...”.

La Orden Ministerial de desarrollo —artículo 1.1.b)—, recoge literalmente ambos apartados, desglosando la información en:

a) “Operaciones de crédito, aval o garantía, efectuadas, ya sea directamente o a través de entidades dotadas, adscritas o participadas, con los miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control, familiares en primer grado y con empresas o entidades vinculadas con las que los anteriores se encuentren en alguna de las situaciones previstas en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores”.

La referencia a operaciones realizadas “indirectamente”, trata de evitar que el cumplimiento de la norma pueda eludirse, realizando la operación a través de personas físicas o jurídicas interpuestas.

Incluye también la norma las operaciones realizadas a través de entidades “dotadas, adscritas o participadas”. La Orden Ministerial comentada, no define lo que ha de entenderse por tales entidades, aunque sí lo concreta la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la CNMV, en los siguientes términos:

- Entidades dotadas: las fundaciones de la propia Caja o la dotación de patrimonios sin personalidad jurídica, como ocurrirá en los consorcios en los que participe la Caja.
- Entidades participadas: las entidades dependientes, multigrupo y asociadas, de acuerdo con lo establecido en la norma cuadragésima sexta de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España⁽⁸²⁾.

(82) La norma cuadragésima sexta regula los criterios generales de consolidación e incluye las siguientes definiciones:

- Entidades adscritas: aquellas entidades respecto de las cuales se haya realizado un acto administrativo expreso de adscripción ⁽⁸³⁾.

Las personas respecto de las que debe informarse, son los miembros del Consejo de Administración, de la Comisión de Control y los familiares en primer grado de éstos. La norma no incluye a los Consejeros Generales de la Caja.

También debe informarse de las operaciones con empresas o entidades vinculadas con las que los anteriores —miembros del Consejo, de la Comisión de Control o los familiares antes indicados— se encuentren en algunas de las situaciones previstas en el artículo 4.º de la LMV, según el cual, pertenecen al mismo grupo, aquéllas entidades que constituyan una “unidad de decisión”, presumiendo que esta unidad existe cuando concurren algunos de los supuestos previstos en el artículo 42.1 del Código de Comercio ⁽⁸⁴⁾.

1. “Una entidad dominante es aquella que se encuentra en relación con otra entidad en algunas de las situaciones indicadas en el apartado 3 de la norma tercera”. Este apartado considera “grupo de entidades de crédito” determinados supuestos en los que existe “unidad de decisión” entre una entidad dominante y otra dependiente, relacionando también los casos en que se presume que existe tal unidad de decisión.

2. “Una Entidad dependiente es aquella entidad del grupo que no es dominante”.

3. “Una Entidad multigrupo es aquella que no es dependiente, y que conforme a un acuerdo contractual, está controlada conjuntamente por dos o más entidades, ya sea individualmente o junto con las restantes entidades del grupo a que cada una pertenezca”.

4. “Una entidad asociada es aquella sobre la que otra entidad inversora, individualmente o junto con las restantes entidades del grupo, tiene una influencia significativa, y no es una entidad dependiente, ni multigrupo...”. A continuación la norma recoge algunos supuestos en que existe influencia significativa como, entre otros, la representación en el Consejo de Administración o el intercambio de personal directivo.

⁽⁸³⁾ La adscripción es un término administrativo que no es de aplicación a la empresa privada. Un supuesto claro de adscripción en el ámbito administrativo, lo encontramos en el artículo 2.3 de la Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado, sobre Organismos Públicos que se adscriben, directamente o a través de otro Organismo Público, al Ministerio competente por razón de la materia.

⁽⁸⁴⁾ El artículo 4 de la LMV dispone lo siguiente:

“A los efectos de esta Ley, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión, porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto. Se presumirá que existe en todo caso unidad de decisión cuando concorra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean Consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta. A efectos de lo previsto en los párrafos anteriores, a los derechos de la dominante se añadirán los que posea a través de otras entidades dominadas o a través de personas que actúen por cuenta de la entidad dominante o de otras dominadas, o aquellos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.”

b) “Operaciones de crédito, aval o garantía, efectuadas... con grupos políticos que tengan representación en las corporaciones locales y asambleas legislativas autonómicas que hayan participado en el proceso electoral de la Caja de Ahorros...”⁽⁸⁵⁾.

La referencia a “grupos políticos” no debe considerarse equivalente a “partido político”, ya que aquella expresión tiene un sentido más amplio que incluye, no sólo a los partidos, sino también a los grupos mixtos y a otras agrupaciones o coaliciones electorales que, aun no estando vinculados a partidos políticos concretos, están representados en una corporación local y forman grupo en la misma⁽⁸⁶⁾.

Sobre estas operaciones, igual que las realizadas con los consejeros y familiares del apartado anterior, deben describirse las condiciones en que se conce-

Artículo 42.1 del C. Com:

“1. Toda sociedad dominante de un grupo de sociedades estará obligada a formular las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados en la forma prevista en esta sección. En aquellos grupos en que no pueda identificarse una sociedad dominante, esta obligación recaerá en la sociedad de mayor activo en la fecha de primera consolidación.

Existe un grupo cuando varias sociedades constituyan una unidad de decisión. En particular, se presumirá que existe unidad de decisión cuando una sociedad, que se calificará como dominante, sea socio de otra sociedad, que se calificará como dependiente, y se encuentre en relación con ésta en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Posea la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haya designado exclusivamente con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado.

A estos efectos, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes, o aquéllos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.”

(85) El apartado 2.c) de la disposición adicional segunda de la Ley de Transparencia fue modificado, como antes se ha comentado, por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Acompañamiento. La Orden de desarrollo de aquélla —artículo 1.1.b), párrafo tercero—, es copia casi literal del mismo.

(86) Vid. STC 30/1993, FJ 6, declara que “... en lo que se refiere a la normativa sobre legislación local aquí aplicable, la expresión ‘grupos políticos’, de la que se hace uso tanto en la legislación estatal como en la autonómica, no puede entenderse referida sino a los grupos municipales, esto es, a los que constituyen los concejales mediante su agrupación a los efectos de su actuación corporativa y en número no inferior a tres”.

den, incluidas las financieras ⁽⁸⁷⁾, pero a diferencia de éstas, debe darse cuenta de su situación. Esta información implica, además, que los créditos de los que debe darse cuenta serán, no sólo los concedidos durante el ejercicio a que se refiere el informe anual —como ocurre con los realizados con consejeros, familiares y empresas o entidades vinculadas—, sino que deben incluirse todas las operaciones de crédito vivo, cualquiera que fuese el momento en que se efectuó la operación.

En todo caso, tanto la Ley de Transparencia como la Orden Ministerial de desarrollo, exigen que la corporación local o la Asamblea legislativa —“parlamentaria”, dice la Ley de Transparencia—, en la que los grupos políticos tengan representación “hayan participado en el proceso electoral de la Caja”.

La referencia a la Asamblea legislativa autonómica no plantea ninguna duda, ya que de forma expresa se reconocerá a la Asamblea el derecho a estar representada en la Caja, bien por la propia legislación autonómica, o por los Estatutos de la entidad. En este caso, no estaríamos ante un supuesto de participación en el proceso electoral, sino ante un derecho de representación en la Caja.

Más problemas plantea este requerimiento cuando se refiere a Corporaciones locales que hayan participado en el proceso electoral ya que, con carácter general, las Corporaciones municipales —la norma se refiere a las corporaciones locales— nombran representantes en la Asamblea General de las Cajas, sin participar en ningún proceso electoral, sino a requerimiento del nombramiento que le solicita la propia Caja, por reunir el municipio determinados requisitos, por razones de distribución territorial u otros similares. En una interpretación amplia del precepto, podría considerarse “a priori” que todas las Corporaciones municipales en las que la Caja tenga abierta oficina, por el hecho de poder nombrar representantes —si reúnen los requisitos—, participan en el proceso electoral, lo que no es razonable ya que implicaría incluir un cúmulo de información que desvirtuaría la finalidad perseguida por la Ley.

Así lo ha entendido la propia CNMV, que ha interpretado restrictivamente el precepto comentado, al referirse a “las corporaciones locales y Asambleas legislativas que hayan designado, al menos, un representante en la Asamblea General de la Caja de Ahorros” ⁽⁸⁸⁾.

Aunque la norma no precisa a qué proceso electoral se refiere, creemos que debe darse información de las operaciones concedidas a los citados grupos

⁽⁸⁷⁾ La Circular 2/2005 de la CNMV (B.1, B.2 y B.3) concreta estas condiciones en: tipo de interés, plazo y otras condiciones relevantes.

⁽⁸⁸⁾ Circular 2/2005, de la CNMV (B.3 y B.4).

políticos con representación en las Corporaciones locales o en las Asambleas legislativas autonómicas, que hayan tenido uno o más representantes en la Asamblea General de la Caja durante el ejercicio de que se trate, aunque estos representantes hubiesen cesado antes de la finalización del referido ejercicio, por haberse celebrado durante el mismo un proceso electoral.

Como antes hemos comentado, esta información no es exigida a las sociedades anónimas cotizadas.

c) Operaciones con instituciones públicas

El apartado 2.d) de la Ley de Transparencia incluye, entre el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo, “las operaciones crediticias con instituciones públicas, incluidos entes territoriales, que hayan designado Consejeros Generales” ⁽⁸⁹⁾.

El informe se limita a las operaciones crediticias, no incluyendo, como el apartado anterior, las operaciones de aval o garantía. También a diferencia del apartado anterior —OM artículo 1.1.b)—, no es obligatorio describir las condiciones —incluidas las financieras— de estas operaciones, ni deberá explicarse la situación de las mismas, tal y como se exigía para los grupos políticos. Por ello, las operaciones de las que debe de informarse, son las efectuadas durante el ejercicio a que se refiere el informe anual de gobierno corporativo.

Las operaciones reguladas en este apartado, deben ser las efectuadas con instituciones públicas, incluidos los entes territoriales.

La Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, dispone que a efectos de la misma, se entiende por Administraciones Públicas —artículo 2.1—:

- a) La Administración General del Estado.
- b) Las Administraciones de las Comunidades Autónomas.
- c) Las entidades que integran la Administración Local.

De otra parte, la referencia a los entes territoriales, ha de entenderse en los términos previstos en el artículo 3 de la Ley 7/1985, de 2 de abril, de Bases de Régimen Local, que considera como tales:

⁽⁸⁹⁾ El precepto fue modificado por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Acompañamiento. La Orden Ministerial de desarrollo transcribe literalmente el texto de la Ley.

1. Las entidades locales territoriales ⁽⁹⁰⁾:
 - a) El Municipio.
 - b) La Provincia.
 - c) La Isla en los archipiélagos balear y canario.
2. Gozan, asimismo, de la condición de entidades locales:
 - a) Las entidades de ámbito territorial inferior al municipal, instituidas o reconocidas por las Comunidades Autónomas conforme al artículo 45 de esta Ley.
 - b) Las comarcas y otras entidades que agrupen varios municipios, instituidas por las Comunidades Autónomas conforme a lo establecido en sus correspondientes Estatutos de Autonomía.
 - c) Las Áreas Metropolitanas.
 - d) Las Mancomunidades de Municipios.

La norma exige, además, que las citadas instituciones públicas “hayan designado Consejeros Generales”, mejorando con ello la primera redacción, que aludía a instituciones públicas que hubiesen participado en el proceso electoral de la Caja.

La obligación de informar sobre estas operaciones no es tampoco exigible a otras sociedades emisoras de valores.

d) Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo ⁽⁹¹⁾

En el informe anual de gobierno corporativo, debe incluirse información sobre la estructura de negocio de la Caja y de las relaciones dentro de su grupo económico ⁽⁹²⁾. La Orden ECO/354/2004, desarrolla en dos apartados —artículo 1.d) y e)—, lo dispuesto en la Ley de Transparencia, dedicando el primero de

⁽⁹⁰⁾ En los mismos términos la Circular 2/2005 de la CNMV relaciona las entidades locales territoriales.

⁽⁹¹⁾ Vid. EMBID IRUJO, J.M., El buen gobierno corporativo y los grupos de sociedades, *R. Derecho Mercantil*, n.º 249, julio-septiembre 2003, pp. 933-979.

⁽⁹²⁾ El apartado 2.f) de la disposición adicional segunda de la Ley 26/2003, de 17 de julio, dispone: “Estructura de negocio y de las relaciones dentro de su grupo, con referencia a las operaciones vinculadas de la Entidad con los miembros del Consejo de Administración, Comisión de Control, Comisión de Retribuciones y Comisión de Inversiones y personal directivo y operaciones intragrupo”.

ellos a las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, y el segundo, a la estructura de negocio del grupo.

En relación con el primero de los apartados que se citan, en el informe anual debe incluirse información sobre las operaciones vinculadas e intragrupo, “que sean significativas”⁽⁹³⁾.

La información debe desglosarse de la siguiente forma:

1. “Operaciones significativas realizadas por la entidad con los miembros el Consejo de Administración, los miembros de la Comisión de Control, Comisión de Retribuciones, Comisión de Inversiones y el personal directivo”.
2. “Operaciones significativas realizadas con administradores y directivos de sociedades y entidades del grupo del que la entidad forma parte”.
3. “Operaciones intragrupo realizadas que sean significativas”.

El precepto está definiendo implícitamente lo que, a los efectos de la norma, ha de entenderse como “operaciones vinculadas”, que son aquellas operaciones que la Caja realice con las personas y entidades relacionadas anteriormente.

En relación con las operaciones realizadas con los miembros del Consejo y otras personas y entidades que se indican, la norma señala —artículo 1.1.d), p. 1— que la información sobre las mismas debe hacerse sin perjuicio de la relativa a las operaciones de crédito, aval o garantía a que se refiere el apartado b) del mismo artículo, para las que no se tiene en cuenta la importancia de la operación realizada.

En el caso que nos ocupa, la norma alude a “operaciones” en sentido amplio, por lo que deberán incluirse, además de las operaciones de activo o de pasivo típicas de la entidad, cualesquiera otras operaciones como compras o ventas de bienes o de inmovilizado, la prestación o recepción de servicios, contratos de arrendamiento financiero, ... y otras operaciones, cualquiera que sea su naturaleza, siempre que sean significativas.

De otra parte, la referencia que la norma hace a los miembros de la Comisión de Retribuciones y de la Comisión de Inversiones es innecesaria, porque sus miembros lo son a su vez del Consejo de Administración.

⁽⁹³⁾ El requisito de la Orden Ministerial de que las operaciones sean significativas, restringe considerablemente el ámbito de aplicación de la Ley que desarrolla.

En relación con las demás operaciones vinculadas —con administradores y directivos de sociedades del grupo, y las operaciones intragrupo—, también precisa la norma que han de ser “significativas”.

La definición, a estos efectos, de “operación significativa”, viene dada en el último párrafo del precepto comentado, como “... toda operación que tenga la consideración de significativa con arreglo a lo previsto en la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre, de conformidad con lo que se establezca por la Comisión Nacional del Mercado de Valores”⁽⁹⁴⁾.

También define la norma comentada lo que ha de entenderse por “grupo” y por “operaciones intragrupo”. Para la definición de grupo, se remite a lo dispuesto en el artículo 4.º de la LMV, en tanto que considera operaciones intragrupo aquéllas que “... relacionan directa o indirectamente a una entidad con otras del mismo grupo... para el cumplimiento de una obligación, sea o no contractual, y tenga o no por objeto un pago”⁽⁹⁵⁾.

Una cuestión importante, recogida en el párrafo tercero del precepto comentado, es la relativa a la distinción que se establece entre la información de las operaciones vinculadas del informe anual de gobierno corporativo, y la relativa a las informaciones semestrales a que se refiere el artículo 35 de la LMV. El citado artículo ha sido desarrollado por Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Esta OM es aplicable a las sociedades indicadas, no a las Cajas de Ahorros en cuanto a informe de gobierno corporativo se refiere, aunque pueda aplicarse subsidiariamente en relación con definiciones, criterios y tipo de agregación respecto de la información sobre operaciones vinculadas que no estén recogidas en la Circular 2/2005, de la CNMV⁽⁹⁶⁾.

(94) El artículo 8.2 de la citada Directiva dispone que “.. se considerará significativa toda operación intragrupo de importe superior al 5% de la cuantía total de los requisitos de adecuación del capital de un conglomerado financiero”. Vid. artículo 2.º de la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero.

(95) Vid. Circular 2/2005, de la CNMV (D) y artículo 3.º, apartados 1 y 2 de la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores.

(96) La disposición adicional segunda de la Circular dispone: “En todo lo no dispuesto en la presente circular en cuanto a definiciones, criterios y tipo de agregación respecto a la información sobre operaciones vinculadas, se aplicará, con carácter supletorio, lo previsto en la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y su desarrollo normativo”.

Es evidente que el legislador ha querido delimitar expresamente ambos niveles de información —la relativa al gobierno corporativo y la semestral— ya que, tal como dispuso para las Cajas de Ahorros —Orden ECO/354/2004, artículo 1.1, aptdo. d) párrafo 3.º —, la información sobre las operaciones vinculadas de las sociedades ha de incluirse “... sin perjuicio de la información a incluir sobre operaciones vinculadas en el informe anual de gobierno corporativo de conformidad con lo previsto en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre...” (97).

La OM sobre gobierno corporativo de las Cajas —artículo 1.1.d)—, como hemos anticipado, no define de forma expresa las “operaciones vinculadas”, aunque del mismo precepto se infiere cuáles son esas operaciones. Por el contrario, la Orden EHA/3050/2004 —artículo 2— define como “parte vinculada”, a la existencia de “control” de una sociedad sobre otra —remite al artículo 4.º de la LMV—, o de una “influencia significativa” en la toma de decisiones financieras y operativas de otra. Salvo prueba en contrario, la norma entiende que existe tal influencia cuando la sociedad tiene “la posibilidad de designar o destituir algún miembro del Consejo de Administración de la sociedad, o haber propuesto la designación o destitución de algún miembro del Consejo de Administración de la sociedad”. A continuación el precepto añade una amplia relación de las personas físicas y jurídicas que “en cualquier caso se considerarán como partes vinculadas”, entre las que se incluye a los “familiares próximos” de los administradores y directivos de la sociedad obligada a presentar la información semestral, así como al representante del administrador de la sociedad (98).

Una vez delimitado el concepto de “partes vinculadas”, la norma pasa a definir las “operaciones vinculadas” —artículo 3.1—, considerando como tales “toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación” (99).

(97) Artículo 1.º 2 de la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre.

(98) El artículo 2.3 de la misma OM, dispone que tendrán la consideración de familiares próximos:

- a) El cónyuge o la persona con análoga relación de afectividad.
- b) Ascendientes, descendientes y hermanos y los respectivos cónyuges o personas con análoga relación de afectividad.

(99) El n.º 2 del mismo artículo dispone que, en todo caso, debe informarse de las operaciones vinculadas que relaciona entre las que incluye las compras o ventas de bienes o de inmovilizado, la prestación o recepción de servicios, los contratos de colaboración y de arrendamiento financiero, transferencias de investigación y desarrollo, acuerdos de financiación, incluyendo préstamos y aportaciones de capital, garantías, avales, remuneraciones e indemnizaciones, aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida, así como las demás que disponga la CNMV.

En nuestra opinión, el concepto de operaciones vinculadas que implícitamente recoge la Orden ECO/354/2004, sobre gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros, es más restrictivo que el regulado en la citada Orden EHA/3050/2004, criterio que ha quedado confirmado con la interpretación que hace la propia CNMV en su Circular 2/2005, de 21 de abril⁽¹⁰⁰⁾.

En todo caso, y a modo de conclusión de este apartado, debemos reiterar que el legislador, expresamente, ha establecido dos niveles de información perfectamente delimitados relativos, respectivamente, al informe anual de gobierno corporativo y a la información semestral de las entidades afectadas. Por ello, en cuanto afecta al gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros, habrá que estar a las definiciones recogidas en la Orden ECO/354/2004, 17 de febrero, —operaciones vinculadas, grupo, operaciones intragrupo, operaciones significativas, presencia significativa—, sin perjuicio de aplicar subsidiariamente, a efectos de definiciones y criterios, la Orden EHA/3050, de 15 de septiembre, y en los supuestos regulados en la Circular 2/2005, de la CNMV.

e) Estructura de negocio del grupo

Una vez definido lo que ha de considerarse como “grupo”, en los términos comentados en el apartado anterior, el apartado e) del artículo 1.1 de la Orden ECO/354/2004 incluye en el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo, la información relativa a la estructura de negocio del grupo, concretando “el papel que desempeña cada una de las entidades en el conjunto de los servicios que el grupo presta a los clientes...”⁽¹⁰¹⁾. Además, deberá precisarse si existen miembros de los órganos de gobierno que ostenten cargos de administración o dirección en las entidades que forman parte del grupo de la Caja, informando de la identidad de los mismos.

Los miembros de los órganos de gobierno pueden ostentar cargos de administración en entidades que forman parte del grupo de la Caja, aunque es más discutible la posibilidad de que puedan ostentar cargos de dirección, ya que el artículo 8.c) de la LORCA, en relación con el artículo 21 del RD 798/1986, de 21 de marzo, declara expresamente la incompatibilidad de aquellas personas que estén ligadas a una sociedad por contratos de obra, servicios, suministros o trabajos retribuidos en la que la Caja ostente, directa o indirectamente, más del 20 por 100 del capital social de aquélla.

(100) Anexo I, apartado D).

(101) El precepto desarrolla el apartado 2.f) de la disposición adicional segunda de la Ley 26/2003, de Transparencia, relativo a la estructura de negocio y a las relaciones dentro de su grupo económico.

No obstante, habida cuenta que la noción de “*grupo*” va más allá de la participación con un porcentaje determinado en una sociedad, en algunos supuestos, una sociedad podría formar parte del grupo de la Caja, sin que ésta superase la participación del 20 por 100 en el capital de aquélla, no operando, en consecuencia, la causa de incompatibilidad antes indicada.

f) Sistemas de control del riesgo

La OM comentada —artículo 1.1.f)—, obliga a informar sobre los sistemas de control del riesgo establecidos por la Caja, relacionados con las actividades desarrolladas por la entidad. La descripción de este sistema contendrá, al menos, la indicación de los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de los sistemas adoptados al perfil de riesgo de la entidad, teniendo en cuenta la estructura de recursos propios⁽¹⁰²⁾.

Obviamente en las Cajas de Ahorros, como entidades de crédito que son, han de existir esos sistemas de control de riesgos, controlados y supervisados muy acertadamente por el Banco de España. Por ello, la primera parte del precepto es innecesaria, así como su referencia a la relación con las actividades desarrolladas por la Caja.

Los riesgos cubiertos son, como hemos indicado, los propios de una entidad de crédito: riesgo de crédito —minorista, mayorista y riesgo país— de mercado, de liquidez, operativo/operacional, legal, de tipo de interés, de tipo de cambio y riesgo global. Sobre cada una de las modalidades de riesgo, deberá de incluirse información sobre la metodología operativa seguida para el control, límites de riesgo establecido, soporte documental de la gestión, responsables directos de la misma y sucesivas instancias —Comités internos, Comisión de Control y Consejo de Administración— que han de decidir en la entidad sobre el control del riesgo y su supervisión, y ello, sin olvidar el papel destacado que en esta materia desempeñan la auditoría interna y externa de la Caja⁽¹⁰³⁾.

g) Resumen del informe de la Comisión de Inversiones

En el apartado g) de la OM comentada —artículo 1.1—, se obliga a las Cajas a incluir en el informe anual de gobierno corporativo, un “resumen del

⁽¹⁰²⁾ La Ley 26/2003, de 17 de julio —disposición adicional 2.ª, apartado 2.g)— cita genéricamente, sistemas de control de riesgo, sin más precisiones.

Sobre recursos propios, vid. Circular 5/1993, del Banco de España.

⁽¹⁰³⁾ Vid. Circular 2/2005, de la CNMV, aptdos F.1 y F.2. El resto de los apartados de este epígrafe —del F.3 al F.5— sólo es obligatorio para las Cajas que emitan cuotas participativas, según lo dispuesto en la Norma 1.ª 2 de la misma Circular.

informe anual elaborado por la Comisión de Inversiones de la entidad” a que se refiere el artículo 20.ter de la LORCA ⁽¹⁰⁴⁾.

Este artículo concreta el contenido mínimo del informe, que ha de incluir, al menos, un resumen de dichas inversiones y, además, la relación y sentido de los informes emitidos por la citada Comisión ⁽¹⁰⁵⁾. Además, el artículo citado obliga a incorporar el informe de la Comisión de Inversiones, al informe anual de gobierno corporativo.

De otra parte, el artículo 1.1.g) de la Orden ECO/354/2004, obliga a incorporar en el informe anual de gobierno corporativo, un resumen del informe de la Comisión de Inversiones.

La duda surge al determinar el contenido de ese informe resumido a que se refiere la Orden comentada.

De una parte, es coherente que el precepto obligue a incorporar un resumen del informe, ya que éste puede ser tan amplio como la Comisión estime conveniente, o a tenor de los requerimientos que en este sentido pueda formular el Consejo de Administración, como destinatario del mismo y responsable de la aprobación de las inversiones estratégicas de la Caja; de otra, podría considerarse que el resumen del informe a que se refiere el artículo 1.1.g) de la repetida OM, equivale al contenido mínimo del informe que la Comisión eleva anualmente al Consejo.

En nuestra opinión, no ha de ser necesariamente así. El informe al Consejo, aunque resumido, debería contener, como mínimo, una relación individualizada de todas las inversiones estratégicas estudiadas por la Comisión durante el ejercicio a que se refiere el informe, con indicación de la cuantía de la inversión e incluyendo la opinión favorable o desfavorable a aquélla.

No es en absoluto razonable que esta información tan sensible, deba ponerse a disposición de las entidades de la competencia, tanto más si tenemos en cuenta que éstas no están obligadas a constituir la Comisión de Inversiones y, en consecuencia, tampoco a elaborar ni publicar un informe como el que comentamos para las Cajas. De ahí que consideremos más acorde con la finalidad perseguida por la norma, que el resumen del informe no debe tener el mismo alcance

(104) El artículo 20.ter, párrafo primero “in fine” de la LORCA, dispone que “la Comisión de Inversiones remitirá anualmente al Consejo de Administración un informe en el que, al menos deberá incluirse un resumen de dichas inversiones. Igualmente se incluirá en el informe anual relación y sentido de los informes emitidos por la citada Comisión. Este informe anual de la Comisión de Inversiones, se incorporará al informe de gobierno corporativo de la entidad”.

(105) El sentido de los informes ha de entenderse como resultado del acuerdo de la Comisión, favorable o desfavorable a la inversión estudiada, pero no debe alcanzar a las opiniones de los miembros de la Comisión, ni al sentido del voto emitido por cada uno de ellos.

que el contenido mínimo regulado en el artículo 20.ter de la LORCA, sino que aquél debe limitarse a incluir una información globalizada de las inversiones estratégicas propuestas, por sectores, y con indicación de las cifras totales de las inversiones realizadas. Una información más detallada atentaría contra la libre competencia y esa no es la finalidad perseguida por la norma.

No obstante, la repetida Circular 2/2005, de la CNMV (G.1 y G.21) concreta la información que debe aportarse en relación con el informe anual de la Comisión de Inversiones, que incluye el importe de la inversión o desinversión, la fecha de la ejecución de la operación, la entidad en la que se invierte o desinvierte, la participación directa o indirecta de la Caja tras la operación y la fecha de la emisión del informe, con pronunciamiento de la Comisión de Inversiones sobre la viabilidad financiera de la operación y su adecuación a los planes estratégicos de la entidad.

Esta información es coherente con lo dispuesto en el artículo 20.ter de la LORCA, pero atenta, como hemos comentado, contra la libre competencia ya que, a través de la misma, las demás entidades de crédito y sociedades cotizadas, podrán conocer de primera mano la estrategia de inversión o desinversión de las Cajas de Ahorros, sin que aquéllas estén obligadas a publicar la misma información.

h) Remuneraciones percibidas

La retribución de los administradores y directivos de las sociedades cotizadas es una cuestión básica del gobierno corporativo por constituir la principal fuente de conflictos de interés que se producen en las empresas.

En la primera parte de este trabajo, hemos comentado ampliamente el contenido de distintos códigos de buen gobierno, sobre retribución de administradores y directivos, así como las distintas recomendaciones propuestas para evitar los permanentes conflictos de interés. A pesar de todo, la cuestión no está definitivamente resuelta aunque se siguen dando pasos en este sentido tras la publicación de la Recomendación de la Comisión, de 14 de diciembre de 2004, sobre retribución de los administradores ⁽¹⁰⁶⁾.

La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre informe de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, recoge una escueta regulación de la retribución de los miembros del Consejo de Administración —artículo

⁽¹⁰⁶⁾ Sobre esta Recomendación vid. Juan SÁNCHEZ-CALERO y BLANCA PUYOL “La Recomendación europea en materia de retribuciones de los administradores” (Algunas reflexiones desde el ordenamiento español), *RDBB*, octubre-diciembre de 2004, pp. 163-213. En opinión de los autores, con base en la Recomendación, habrá que modificar algunos preceptos de LMV y de la LSA.

lo 1.º 1.b) p. cuarto—, que contrasta con la muy detallada regulación dada a las Cajas de Ahorros, y con la paradoja que implica que, en el caso de las Cajas, estos cargos son gratuitos. Además, conviene recordar que, a pesar de esa gratuidad, las Cajas están obligadas a constituir una Comisión de Retribuciones —LORCA, artículo 20.bis— y no lo están las demás entidades.

La Ley 26/2003, de Transparencia, destina dos apartados a regular las remuneraciones —disposición adicional segunda, aptdos. 2.a) y e)— que han sido refundidos en un solo apartado —artículo 1.1.h)— por la OM de desarrollo.

Tanto en una como en otra norma, se incluye la obligación de informar sobre la retribución del personal directivo, obligación esta que tampoco es exigible, al menos con la misma amplitud, a las demás sociedades que deben publicar el informe⁽¹⁰⁷⁾.

El precepto comentado dispone que la información se desglose de la siguiente forma:

- a) Remuneraciones por la prestación de servicios a la Caja o a las entidades controladas por la misma.

La información incluye las remuneraciones percibidas por los miembros del Consejo de Administración, de la Comisión de Control y por el personal directivo de la entidad⁽¹⁰⁸⁾. Para la definición de entidades “controladas” por la Caja, se remite la norma al artículo 4.º de la LMV.

⁽¹⁰⁷⁾ En todo caso, ha de tenerse en cuenta que la información debe suministrarse de forma global, según lo dispuesto en el Anexo I de la Circular 2/2005, de la CNMV —Apto. F)—.

⁽¹⁰⁸⁾ La Circular 2/2005, de la CNMV (E.3), dispone que a efectos de lo dispuesto en la misma, se considerará “que ostentan cargos de administración o dirección en una entidad, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración y aquellas personas que desarrollen en la entidad, de hecho o de derecho funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o de consejeros ejecutivos o directores generales de la misma, incluidos los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la entidad”.

El apartado H.1 de la citada Circular regula la información sobre la remuneración percibida por el “personal clave” de la dirección y por los miembros del Consejo de Administración en su calidad de directivos, entendiéndose a estos efectos por “directivo o personal clave de alta dirección aquellas personas que desarrollen en la entidad, de hecho o de derecho, funciones de dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o de miembros del consejo ejecutivos o directores generales de la misma, incluidos los apoderados que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la entidad”.

En relación con la prestación de servicios de los miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control conviene recordar que, en ningún caso, pueden prestar servicios retribuidos a la Caja —salvo los representantes del personal—, porque incurrirían en la causa de incompatibilidad prevista en el artículo 8.c) de la LORCA. Si esos servicios se prestan a sociedades del grupo de la Caja, debe tenerse en cuenta nuestro anterior comentario sobre el apartado relativo a operaciones vinculadas e intragrupo, por la posible concurrencia de la misma causa de incompatibilidad, si la Caja participa en la sociedad con más del 20 por 100 del capital social.

b) Remuneraciones satisfechas por la Caja a los órganos de gobierno.

Aunque la norma alude genéricamente a órganos de gobierno, posteriormente precisa que la información estará referida al Consejo de Administración, Comisión de Control y a las Comisiones de Retribuciones e Inversiones. La referencia a esas dos últimas comisiones, que no son órganos de gobierno, parece apuntar a la necesidad de dar información separada de las mismas.

En las retribuciones que los citados miembros perciben de la Caja, deben computarse:

- Las dietas de asistencia a los citados órganos ⁽¹⁰⁹⁾.
 - Los sueldos que se perciben por el desempeño de sus funciones ⁽¹¹⁰⁾.
 - Remuneraciones análogas a las anteriores.
 - Obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguro de vida.
- c) Remuneraciones percibidas por los miembros de los órganos de gobierno y por el personal directivo en representación de la Caja.

El precepto alude a las remuneraciones percibidas por los miembros de los órganos de gobierno y por el personal directivo “en representación de las Cajas de Ahorros en sociedades cotizadas o en otras entidades en las que la Caja tenga presencia o representación significativa...”.

La norma es de aplicación a los miembros del Consejo de Administración y de la Comisión de Control —aunque genéricamente cita a los órganos de

(109) Es competencia de cada Comunidad Autónoma establecer la cuantía máxima de las dietas por asistencia a las sesiones de los órganos de gobierno, aplicándose, en su defecto, la normativa del Banco de España.

(110) Sólo aplicable al Presidente o Vicepresidente de la Caja, con funciones ejecutivas.

gobierno—, y al personal directivo. En cuanto a la representación de la Caja, se distingue entre empresas cotizadas y entidades con presencia o representación significativa, con remisión a la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre, “de conformidad con lo que establezca la CNMV”⁽¹¹¹⁾. A este respecto, la Circular 2/2005 de la CNMV, ha precisado que existe presencia o representación significativa de una Caja en una entidad “cuando ésta pertenezca a su mismo grupo o la Caja ostente el 20 por 100 o más del capital de la misma”.

En este supuesto, al representar a las Cajas en otra entidad, no opera la causa de incompatibilidad para los miembros del Consejo ni de la Comisión de Control, del artículo 8.c) de la LORCA, antes comentada, ya que no implica vinculación por contratos de obras, servicios, suministros o trabajos retribuidos, sino una mera labor de representación de la Caja en la entidad.

El contenido de las remuneraciones a que se refiere este apartado, no se precisa en la norma, aunque atendiendo a la función desempeñada, estará integrada por las dietas de asistencia a las sesiones de los órganos de gobierno ya que, en este supuesto, no tiene cabida la remuneración por prestación de servicios —estaríamos en el supuesto del párrafo primero—, ni la fijación de sueldos, que no se corresponde con las funciones representativas.

i) Recomendaciones de buen gobierno

El apartado i) del artículo 1.1 de la OM comentada, recoge el principio “cumple o explica”, ya que obliga a informar sobre “el grado de cumplimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno o, en su caso, explicación de la falta de seguimiento de las recomendaciones”.

Posteriormente, el mismo precepto atribuye a la CNMV la facultad de elaborar un documento sobre buen gobierno, que sirva de criterio orientativo para las Cajas y para justificar o explicar las normas prácticas que la entidad apruebe o realice. Hasta tanto se elabore el citado documento, debe seguirse como referencia, la información requerida por la Circular 2/2005, de la CNMV⁽¹¹²⁾. Además, como después veremos, la CNMV está facultada para realizar el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo.

B) Competencias de la CNMV

La Ley de Transparencia, en su disposición adicional segunda —n.º 2, p. 2—, faculta a la CNMV, previa habilitación del Ministerio de Economía, para

(111) El artículo 2.11 de la citada Directiva, entre otros supuestos, alude a la “tenencia directa o indirecta de al menos un 20 por 100 de los derechos de voto o del capital de una empresa”.

(112) Disposición adicional primera y anexo I de la citada Circular.

determinar el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo de las Cajas de Ahorros. La habilitación expresa para esa finalidad se recoge en la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero —artículo 1.2—, por la que se faculta a la CNMV para detallar el contenido y estructura del informe, pudiendo a tal efecto, establecer un modelo o impreso con arreglo al cual deberán hacerlo público.

Además, el mismo precepto faculta al supervisor a solicitar, de las entidades obligadas por la norma, la información complementaria que precise y a establecer el seguimiento del cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, como antes hemos comentado⁽¹¹³⁾.

C) Publicación del informe anual de gobierno corporativo

Las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, deben publicar anualmente un informe de gobierno corporativo⁽¹¹⁴⁾. La publicación debe hacerse como hecho relevante⁽¹¹⁵⁾, correspondiendo a la CNMV comprobar que aquél contiene la información necesaria y que se ajusta a la normativa vigente.

De otra parte, el informe debe ponerse a disposición de los miembros de la Asamblea General reunidos —artículo 1.4 de la OM comentada— para “censurar la gestión del Consejo de Administración”, lo que implica que esa información debe facilitarse a los Consejeros Generales, en la sesión ordinaria de la Asamblea General que se celebra en el primer semestre de cada ejercicio. Además, la norma establece que el informe sea accesible por vía telemática, a través de la página web de la entidad, reiterando con ello la obligación que ya viene recogida en el artículo 2.1 y 2 de la misma Orden.

La Circular 2/2005, en su norma 3.^a, p. 2, dispone que en caso de que la Comisión de Control se hubiera pronunciado desfavorablemente sobre algún punto del informe anual, la Caja debe comunicar inmediatamente a la CNMV esta circunstancia, como hecho relevante, aportando información adicional en tal sentido.

(113) Sobre grado de seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno, vid. Circular 2/2005, de la CNMV (J).

(114) Disposición adicional segunda, aptdo. 1 de la Ley 26/2003, de 17 de julio, artículo 1.2 de la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, y Norma Primera de la Circular 2/2005 de la CNMV.

(115) El artículo 82.1 de la LMV dispone que “se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”.

Por último, debe tenerse en cuenta que el primer informe de gobierno corporativo, debe hacerse público —disposición transitoria de la repetida OM— en el primer semestre del año 2005, en relación con el ejercicio 2004.

No obstante, en relación con este primer informe y la obligación de las Cajas de ponerlo a disposición de los Consejeros Generales en la sesión ordinaria de la Asamblea, la Circular 2/2005 de la CNMV —disposición adicional tercera—, dispone que el repetido informe sólo deberá distribuirse a la Asamblea, “si hubiera sido aprobado por el Consejo de Administración con anterioridad a la adopción del acuerdo de convocatoria de la citada Asamblea”.

D) Página web. Difusión de hechos relevantes y otras informaciones

a) *Hechos relevantes e informe anual*

La obligación de publicar el informe de gobierno corporativo como hecho relevante y su inclusión en la página web de la Caja, ya venía regulada por la Ley de Transparencia —disposición adicional segunda, aptdo. 1, párrafo 2— y ha sido desarrollada por el artículo 2.º de la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero.

Este último artículo regula la difusión de los hechos relevantes y de otras informaciones a través de la página web de la entidad. Los hechos relevantes deben ser comunicados a la CNMV, antes de colgarse en la página web, debiendo corresponderse ambas informaciones. El hecho relevante ha de permanecer en la página web de la Caja, durante el plazo que determine la CNMV⁽¹¹⁶⁾. Además, la norma —artículo 2.º 2— reitera la obligación de publicar como hecho relevante el informe anual de gobierno corporativo, incorporándolo a la página web de la Caja.

b) *Otras informaciones de la página web*

Potestativamente, pueden las Cajas incorporar a la página web otras informaciones, que menciona el artículo 2.3 de la OM. Entre estas informaciones, cita la norma los Estatutos, cuentas anuales, memoria anual, Reglamentos de los Órganos de Gobierno y de las Comisiones, en su caso, y acuerdos adoptados en la Asamblea General, con indicación de su composición, número y sentido de los votos emitidos.

En sus últimos apartados —i) y j) del artículo 2— la norma alude a los cauces de comunicación existentes entre la entidad y los impositores e inverso-

(116) Vid. Anexo II de la Circular 2/2005, de la CNMV.

res, con explicaciones para el ejercicio del derecho de información, debiendo indicarse direcciones de correo postal y electrónico al que aquéllos puedan dirigirse. Además, puede informarse sobre los medios y procedimientos para el ejercicio del voto a distancia, si así se ha previsto para la Asamblea General.

El contenido del artículo 2.3 de la Orden es, en nuestra opinión, una recomendación que el legislador hace a las Cajas, indicándole las materias que sería conveniente incluir en la página web de cada entidad. Toda la información que se “recomienda” incluir en la página web, puede ser de gran utilidad para los inversores y clientes e, incluso, para los miembros de los Órganos de Gobierno de las Cajas y demás interesados en el buen funcionamiento de estas entidades, por lo que es probable que, paulatinamente, las Cajas terminen colgando esa información en su página web.

También podría ser conveniente, ya que de Cajas de Ahorros se trata, que se incluyera en la página web alguna información sobre las actividades de OBS, materia que la norma no menciona.

c) Contenido de la información y responsabilidad de la página web

a) Contenido de la información.

El contenido de la información que las Cajas difunden a través de su página web, deberá ser veraz, claro y completo, según dispone el n.º 4 del artículo 2.º de la OM comentada. Añade también el citado precepto, que ha de tener acceso fácil y gratuito, en referencia que nada tiene que ver con el contenido de la información, sino más bien con los requisitos o forma de acceso a la misma. Esta última referencia es innecesaria y redundante con la redacción del artículo 2.6 de la misma norma que, en relación con el acceso a la información, indica que ha de hacerse “de manera comprensible, gratuita, directa y de fácil acceso”⁽¹¹⁷⁾.

De otra parte, la CNMV queda habilitada —artículo 2.5 de la OM— para determinar las especificaciones técnicas y jurídicas de la información que las Cajas puedan difundir en su página web. En ejercicio de esta habilitación, la CNMV, en la norma 6 de la Circular 2/2005 antes citada, concreta estas especificaciones.

b) Responsabilidad de la página web.

La responsabilidad de la elaboración y del contenido de los informes anuales de gobierno corporativo, así como de su publicación, recae sobre el Consejo

⁽¹¹⁷⁾ Vid. Circular 2/2005 de CNMV.

de Administración de la Caja ⁽¹¹⁸⁾, recayendo en el Director General de la entidad la responsabilidad de “mantener la información actualizada de la página web... y coordinar su contenido con lo que resulte de los documentos depositados e inscritos en los correspondientes Registros públicos” ⁽¹¹⁹⁾.

No existe ninguna razón fundada que justifique la directa atribución de esta responsabilidad al Director General de la Caja, ni tampoco, a estos efectos, existen diferencias con las sociedades anónimas cotizadas, donde esa responsabilidad recae directamente sobre los administradores ⁽¹²⁰⁾. Si la finalidad de la norma era hacer recaer tal responsabilidad sobre el primer ejecutivo de la Caja, tampoco se ha tenido en cuenta que en algunas de estas entidades esas funciones recaen sobre un Presidente o Vicepresidente con funciones ejecutivas, del que depende jerárquicamente el Director General.

Por último, en relación con la responsabilidad del Director General de coordinar la información de la página web de lo que resulte de los documentos inscritos en Registros Públicos, el párrafo 2.º del precepto comentado, regula la posibilidad de acreditar la vigencia de los Estatutos y otros hechos inscribibles ⁽¹²¹⁾ con “lo que resulte de los documentos depositados e inscritos en los correspondientes registros públicos” ⁽¹²²⁾. De entre esos documentos o actos inscribibles en el Registro Mercantil, cita la norma la “asignación de responsabilidades de los consejeros dentro de las Comisiones y sus cargos respectivos...”. En nuestra opinión, la redacción es incompleta e induce a error. La referencia debería hacerse al Consejo de Administración, Comisión de Control y Comisión Ejecutiva, en su caso, que son los únicos órganos de cuyos miembros deben inscribirse determinados datos —nombramiento, cese, distribución de cargos...— en el Registro Mercantil ⁽¹²³⁾, no siendo exigible esta obligación para otras Comisiones delegadas del Consejo de Administración o de apoyo al mismo ⁽¹²⁴⁾.

(118) Norma 3.ª de la Circular 2/2005 de la CNMV.

(119) Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, artículo 2.4.

(120) Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, artículo 4.2.

(121) Erróneamente cita el precepto, como en el preámbulo de la OM, los pactos parasociales.

(122) Vid, norma 7.ª de la Circular 2/2005, de la CNMV, sobre conexiones telemáticas a Registros Públicos.

(123) Vid. RRM, artículos 270.3 y 4 y 273.

(124) Son órganos de apoyo al Consejo de Administración según definición de la propia Orden —artículo 1.1.a)—, el Comité de Auditoría y las Comisiones de Retribuciones y de Inversiones.

E) Régimen sancionador

La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo por las Cajas de Ahorros obligadas, o la existencia en el informe de omisiones o datos falsos o engañosos, tiene la consideración de infracción grave a los efectos previstos en el artículo 100.b).bis de la LMV ⁽¹²⁵⁾.

El artículo 95 de la misma Ley concreta las personas físicas y jurídicas a quienes afectan las normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores ⁽¹²⁶⁾, incluyendo a los miembros del Consejo de Administración y al Director General o asimilados entendiendo por tales “*aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección*”.

Las sanciones por infracciones graves se regulan en el artículo 103 de la LMV y se publican en el Boletín Oficial del Estado, una vez sean firmes en la vía administrativa.

De las distintas sanciones que regula el precepto, pueden imponerse al infractor una o más, incluyendo la amonestación pública, multa de hasta el equivalente del beneficio obtenido por la infracción, o hasta el dos por ciento de los recursos propios o de los recursos totales, la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores, la suspensión por plazo no superior a un año, de la condición de miembro del mercado secundario, oficial o no, o del ejercicio de todo cargo directivo en la entidad.

F) Competencias estatales y autonómicas en materia de gobierno corporativo

La delimitación de las competencias estatales y autonómicas sobre el Mercado de Valores, ha sido abordada por nuestro Tribunal Constitucional en sentencia 133/1997 (Pleno), de 16 de julio. La sentencia es anterior a la Ley de Transparencia y demás normativa reguladora de gobierno corporativo, si bien sus pronunciamientos han servido de guía en las posteriores modificaciones de la LMV ⁽¹²⁷⁾.

(125) Disposición adicional segunda, apartado 4, de la Ley 26/2003, de 17 de julio —de Transparencia—.

(126) Las normas relativas a gobierno corporativo tienen ese carácter, a tenor de lo dispuesto en el párrafo tercero del artículo 95 de la LMV, en relación con el artículo 84.2.b) de la misma Ley

(127) Un amplio comentario sobre la citada STC puede encontrarse en ABELLÁN SANTAMARÍA, J., “Competencias estatales y autonómicas sobre el Mercado de Valores. La sentencia del Tribunal Constitucional”, en *RDBB*, n.º 7, enero-marzo, 1999, pp. 85-107.

La sentencia aborda el concepto de Mercado de Valores, indicando que no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero”, del que no es más que un elemento o parte integrante y que ese concepto define una realidad distinta y mucho más amplia que aquella a la que se refieren los títulos competenciales invocados por las Comunidades Autónomas recurrentes —artículos 11.2.a) del Estatuto de Autonomía del País Vasco y 10.4 del Estatuto de Autonomía de Cataluña—.

Los títulos competenciales del Estado son —aunque no exclusivamente—, los relacionados con la legislación mercantil —artículo 149.1.6 CE—, las bases de ordenación del crédito, —artículo 149.1.11 CE—, y bases y coordinación de la planificación general de la actividad económica —artículo 149.1.13 CE—.

A los efectos que nos ocupan, especial relevancia tienen los pronunciamientos relativos a las funciones que corresponden a la CNMV y a su potestad reglamentaria por medio de Circulares, que implica “una actividad normativa y, en consecuencia, ha de situarse en el plano de la ordenación general por parte de la CNMV de las materias que le son propias y no en el de las competencias ejecutivas” —FJ 7.b)—.

En cuanto a la obligación de todo el que tenga la condición de miembro de un mercado secundario oficial, de manifestar ante la CNMV las vinculaciones económicas y relaciones contractuales con terceros que puedan suscitar conflictos de interés con otros clientes —artículo 40 LMV—, considera el TC que esta información a la CNMV y su difusión por ésta al mercado “no son ‘estricto sensu’ competencias que hayan que distribuirse sino facultades instrumentales de la competencia de velar por la transparencia de aquél y por la protección del inversor, ejes básicos de la regulación del mercado de valores y piezas claves de la unidad del mismo, que forman parte, como ha quedado dicho, de la competencia del Estado...”. Además, añade la sentencia —FJ 9.g)—, que nada impide que las Comunidades Autónomas recurrentes “articulen mecanismos semejantes para obtener la información correspondiente sobre los miembros de los mercados ubicados en su territorio”.

En los mismos términos se pronuncia el TC sobre las normas de conducta, reguladas en los artículos 78 y siguientes de la LMV —FJ 11—.

Respecto de las competencias de supervisión, inspección y sanción, opina el Tribunal que se produce una merma considerable de las competencias de las Comunidades Autónomas sobre los mercados de valores ubicados en los territorios de las mismas, ya que es lícito —FJ 12— “que una Comunidad Autónoma no pueda ejercer funciones de supervisión, inspección y sanción sobre entidades y personas físicas y jurídicas en relación con valores que además de operar en la Bolsas de su territorio, lo hacen también en Bolsas situadas en otras Comunidades Autónomas e, incluso, fuera del territorio nacional”.

En este sentido, el artículo 84.7, p. 3.º de la LMV reconoce expresamente las competencias de las Comunidades Autónomas en esta materia y también la posibilidad de celebrar convenios con la CNMV, al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones.

**LA RESPONSABILIDAD CIVIL DERIVADA
DEL FOLLETO EN EL ORDENAMIENTO PORTUGUÉS
Y EL NUEVO ARTÍCULO 28 DE LA LEY
DEL MERCADO DE VALORES
("ex" Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo)**

MARÍA ISABEL GRIMALDOS GARCÍA

Profesora de Derecho Mercantil. Universidad de Murcia

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. RÉGIMEN DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO.
 - 1. Carácter paradigmático del régimen de responsabilidad por el contenido del folleto.**
 - 2. Los vicios en el contenido del folleto.**
 - 3. Sujetos responsables.**
 - 4. Criterios de imputación.**
 - 5. Nexo causal.**
 - 6. Daño indemnizable y carácter solidario de la obligación de indemnizar.**
 - 7. Imperatividad.**
 - 8. Plazo de prescripción y de caducidad de la acción de responsabilidad civil.**

RDBB núm. 100 / Octubre-Diciembre 2005

9. Sujetos legitimados para solicitar el resarcimiento del daño: adquirentes iniciales y subsiguientes.

10. La acción popular: una medida que refuerza la protección del inversor frente a los responsables por el contenido del folleto.

III. LA EXPERIENCIA JUDICIAL: LA ACÓRDAO DE 18 DE NOVIEMBRE DE 1997 DEL TRIBUNAL DA RELAÇÃO DO PORTO.

I. INTRODUCCIÓN

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, ha introducido una nueva redacción del Título III de la Ley del Mercado de Valores (LMV) en el que se incluye el nuevo artículo 28. Este último, bajo la rúbrica “Responsabilidad del folleto”, establece las bases de la futura regulación de la responsabilidad civil por el contenido del folleto en nuestro Ordenamiento, aunque se remite, en gran parte, a un posterior desarrollo reglamentario que aún no se ha producido (*). El nuevo artículo 28 de la LMV responde a la transposición a nuestro Derecho de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifi-

(*) En prensa este trabajo, ha entrado en vigor 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, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE de 16 de noviembre de 2005), por lo que no ha podido ser tomado en consideración en el desarrollo de este artículo. Con esta norma se completan los títulos III y IV de la LMV, que han sido modificados mediante la aprobación del Real Decreto-ley 5/2005, cuyo contenido se trata en texto. Además deroga el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores. En los artículos 32 a 37, el Real Decreto citado desarrolla reglamentariamente el régimen de responsabilidad civil por el contenido del folleto. Parecen quedar claros aspectos tales como las personas legitimadas para ejercitar la acción de responsabilidad (art. 36) y el criterio de imputación subjetivo de responsabilidad (art. 37), ambos en igual sentido al que apuntamos en este trabajo. Otros, sin embargo, no han sido contemplados por el legislador.

También ha entrado en vigor en este tiempo 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. Dicha Orden especifica el contenido y los modelos de los distintos tipos de folletos exigibles en la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales y en las ofertas públicas de venta o suscripción; los documentos que deberán acompañarse; las excepciones a la obligación de incluir determinada información; y los supuestos en los que la información contenida en el folleto podrá incorporarse por referencia.

ca la Directiva 2001/34/CE (DOCE de 31 de diciembre de 2003), en concreto su artículo 6.º

Se establece así, en primer lugar, cuáles son los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto. Éstos deben ser, al menos, el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores. Asimismo la responsabilidad debe recaer sobre el garante en relación con la información que ha de elaborar; sobre la entidad directora respecto de las labores de comprobación que realice; sobre las personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto y sobre aquéllas que hayan autorizado su contenido. Todo ello de acuerdo con las condiciones y en los términos que se fijen reglamentariamente (artículo 28.1 de la LMV).

En segundo lugar, se exige a las personas responsables que se identifiquen en el folleto y que declaren que, “a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance”, en términos similares a los que se exige a la entidad directora y coordinadora por el artículo 20.3 del RD 291/1992 ⁽¹⁾.

En tercer lugar, el artículo 28 de la LMV establece que los sujetos indicados “serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante”.

En cuarto lugar, se dispone un plazo de prescripción de tres años para la acción dirigida a reclamar responsabilidad civil por el contenido del folleto, a contar desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto (artículo 28.3 de la LMV).

Por último, el número 4 del nuevo artículo 28 de la LMV prescribe que no se podrá exigir responsabilidad a ninguna de las personas mencionadas en sus apartados anteriores sobre el resumen o sobre su traducción, a menos que sea

(1) “3. Si interviniera en la colocación una entidad directora o coordinadora, deberá constar en el folleto, firmada por persona con representación suficiente, la declaración a que se refiere el número 2 del artículo 31, que deberá contener las siguientes manifestaciones:

a) Que ha llevado a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la veracidad e integridad de la información contenida en el folleto.

b) Que, como consecuencia de esas comprobaciones, no se advierten circunstancias que contradigan o alteren la información recogida en el folleto, ni éste omite hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor. Tal declaración no se referirá a los datos objeto de la auditoría de cuentas.”

engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto. Esta norma hace referencia al deber introducido por el nuevo artículo 27 de la LMV, “ex” RD Ley 5/2005, de que el folleto contenga un resumen que, de forma breve y en lenguaje no técnico, refleje las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores⁽²⁾.

Esta nueva regulación, y su posterior desarrollo reglamentario, pueden mejorar mucho la protección de los inversores. Los autores que se han ocupado de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto se muestran conformes en señalar la necesidad de introducir en nuestro Ordenamiento jurídico una regulación completa y detallada sobre esta materia que coadyuve a la tutela del inversor⁽³⁾. Y ello porque, hasta ahora, la ausencia de un régimen “ad hoc” ha obligado al intérprete a construir una disciplina con materiales jurídicos de diverso origen, que no siempre resultaban apropiados para solucionar el problema. Quizá por ello no exista en nuestro país precedente jurisprudencial sobre la materia, pues la falta de régimen propio dificulta enormemente el éxito de una posible demanda, lo que, sin duda, ha disuadido a los inversores del intento⁽⁴⁾.

A diferencia de lo que ocurre en el Ordenamiento jurídico español, el portugués cuenta desde hace quince años con una regulación propia sobre esta

(2) Este resumen, o mejor una figura con objeto similar, facilitar la comprensión del contenido del folleto a los inversores, especialmente a los no institucionales, ya venía ordenado por la Circular 2/1999, que exigía la introducción en el folleto de un capítulo 0 (cfr. artículo 4): “El capítulo 0 del folleto deberá resaltar las circunstancias más relevantes y los riesgos específicos de la emisión u oferta de valores. Sólo será exigible en los casos en que la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo considere necesario, atendiendo:

- a las características especiales de los valores a emitir u ofertar;
- a la complejidad o atipicidad del procedimiento de colocación y adjudicación previsto;
- al colectivo de inversores al que se dirija la oferta;
- a potenciales riesgos que puedan incidir sobre los valores;
- a los potenciales factores negativos que puedan incidir en la generación de resultados o en el equilibrio financiero patrimonial del emisor”.

(3) En este sentido, o señalando la insuficiencia del régimen actual, véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo* (número monográfico de Cuadernos de la RDBB, n.º 2), Madrid, 1995, pp. 242 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, “Comentario a la modificación al Reglamento de Bolsas”, *RDBB*, n.º 5, 1982, p. 91; TAPIA HERMIDA, “La responsabilidad por la información del prospecto en el mercado de valores británico”, *RDBB*, n.º 25, 1987, p. 218; GRIMALDOS GARCÍA, *La responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, Valencia, 2001, p. 82; VALENZUELA GARACH, *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Madrid, 1993, p. 261; LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Madrid, 2003, p. 124.

(4) En palabras de GARCÍA DE ENTERRÍA, en el Prólogo a LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido...*, cit., p. 22.

materia. Esta disciplina, al contrario de otras como la alemana, británica o estadounidense es poco conocida en nuestra literatura jurídica. Pues bien, en virtud de la introducción del nuevo artículo 28 en nuestro Derecho, y de la posibilidad de su futuro desarrollo reglamentario, hemos considerado interesante traer a colación su estudio. Su exposición resulta de utilidad, pues pondrá de manifiesto un sistema moderno y ajustado a las necesidades del inversor en un ámbito como el del mercado de valores. Su conocimiento, así como el de las aportaciones doctrinales en esta materia, puede servir, al igual que el de otros sistemas, como ejemplo o contraste para la construcción de un régimen propio que colme el vacío hasta ahora existente en nuestro Ordenamiento en este campo.

El legislador portugués estableció un régimen de responsabilidad por el contenido del folleto, por primera vez, en el Código do Mercado de Valores Mobiliarios de 1991 (CMVM), texto innovador y meritorio que introdujo en su Derecho algunos institutos de los mercados de valores mobiliarios hasta entonces desconocidos o escasamente regulados. Podríamos afirmar que el Código de 1991 supuso al sistema portugués lo que la Ley del Mercado de Valores de 1988 al español. Tras varios años de experiencia, se consideró necesario sustituirlo por un nuevo Código con el que se ha pretendido simplificar, flexibilizar, modernizar y facilitar la internacionalización de los mercados de valores portugueses⁽⁵⁾: el Código dos Valores Mobiliarios de 13 de noviembre de 1999, que entró en vigor en el año 2000 (CVM). Este Código estableció igualmente un régimen de responsabilidad civil por el contenido del folleto, aunque más simple que el anterior en su redacción. Atenderemos preferentemente al Código en vigor, mas también a su antecedente, al menos en sus aspectos más interesantes, para dar una visión global de la experiencia portuguesa en esta materia.

II. RÉGIMEN DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO

1. **Carácter paradigmático del régimen de responsabilidad por el contenido del folleto**

A) La solución portuguesa

El régimen de responsabilidad por el contenido del folleto en caso de oferta pública relativa a valores mobiliarios (en cuyo ámbito se incluyen las

(5) FERREIRA DE ALMEIDA, "O Código dos Valores Mobiliarios e o Sistema Jurídico", Separata n.º 7 de *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, abril, 2000, p. 21.

ofertas públicas de suscripción, de venta, y de adquisición ⁽⁶⁾, establecido en los artículos 149 y ss. del CVM, funciona como régimen general aplicable a todos los casos de responsabilidad por el contenido del folleto. Así, se regula con esta disciplina la responsabilidad por el contenido del folleto de suscripción, de venta y de adquisición, pero también la derivada del folleto preliminar publicado con ocasión del estudio de viabilidad de una oferta pública de distribución (artículo 166 del CVM); o del publicado con ocasión de la solicitud de admisión a negociación en el mercado secundario (artículo 243 del CVM).

Este régimen también se establece como disciplina general para otros casos en los que el CVM obliga a poner a disposición del público informaciones distintas al folleto, tal como ocurre con las informaciones relativas a valores mobiliarios admitidos a negociación que deben hacer públicas las entidades emisoras de aquéllos para conocimiento del mercado en general: informe de gestión, cuentas anuales, informe de auditoría, información semestral (volumen de negocios, resultado antes o después de deducción de impuestos, informe del auditor registrado ante la CMVM), hechos relevantes ⁽⁷⁾ y otras informaciones (cf. artículos 244 y ss. y, en especial, artículo 251).

Por último, resulta de aplicación en caso de daños causados por el contenido de la publicidad “comercial” relativa a las ofertas públicas (cf. artículo 121 del CVM).

En todos los casos mencionados, el Código establece especialidades o dispone que se aplicará el régimen general “con las debidas adaptaciones”. No obstante, las diferencias son poco relevantes. Por ello, y aunque nos referiremos en este trabajo a la responsabilidad civil “por el contenido del folleto, puede hablarse de un régimen de responsabilidad por las informaciones debidas en el mercado de valores mobiliarios y por la publicidad relacionada con ellas” ⁽⁸⁾.

(6) Véase TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil no ambito da O.P.A.” en AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliarios*, vol. IV, Coimbra, 2003, p. 115.

(7) Sobre su regulación con el antiguo Código, véase REIS, “Violação de deveres de Informação”, *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliarios*, n.º 4, 1999, pp. 255 y ss.; CASTILHO DOS SANTOS, *O dever de informação sobre factos relevantes pela sociedade cotada*, Lisboa, 1998.

(8) Véase FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliarios*, Lisboa, 1997, pp. 370 y ss. En nuestro trabajo *Responsabilidad civil...*, cit., p. 384, propugnábamos la creación de una disciplina propia en nuestro Ordenamiento que generalizara el sistema a los daños causados a los inversores como consecuencia de la difusión de cualquier clase de información engañosa en el mercado, tal como hace el régimen portugués.

B) La solución española.

A diferencia de lo previsto en el sistema portugués, el nuevo artículo 28 de la LMV se limita a establecer la “Responsabilidad del folleto”, lo que incluye la responsabilidad por el folleto de ofertas públicas de suscripción o de venta y la derivada del folleto para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial ⁽⁹⁾, pero sin extender expresamente su régimen a otras situaciones similares en que se difunden informaciones engañosas en los mercados de valores. Sin embargo, aun siendo el folleto el vehículo informativo por excelencia de estos mercados, no debe olvidarse que la actualización de los sucesivos informes de auditoría de las cuentas anuales de las entidades emisoras (artículo 13 del RD 291/1992) y las obligaciones de información periódica (anual, semestral, trimestral, cf. artículo 35 de la LMV) y puntual (hechos relevantes, autocartera, participaciones significativas, cf. artículo 82 de la LMV; artículo 53 de la LMV; RD 377/1991) constituyen fuentes de información esenciales para los inversores en el mercado primario y secundario. Por ello, un régimen de responsabilidad civil que contemple únicamente los daños causados por el folleto engañoso y no por el resto de informaciones significativas para el inversor, limita su tutela y las posibilidades de ser indemnizado. Bien es cierto que cabe recurrir en los casos apuntados a los regímenes generales de responsabilidad civil (1101 y 1902 del CC), mas la protección ofrecida por los mismos al inversor sufre carencias que un régimen especial en este ámbito está llamado a superar. Nuestro legislador debería diseñar una disciplina jurídica que, junto a la responsabilidad civil por los daños causados por el folleto engañoso, resulte de aplicación a cualquier daño provocado por la difusión de informaciones falsas o inexactas en los mercados de valores en general ⁽¹⁰⁾. O, como hace el legislador portugués, establezca las oportunas remisiones en cada uno de los supuestos posibles al régimen dispuesto por el artículo 28 de la LMV, y en el futuro, por su desarrollo reglamentario.

⁽⁹⁾ Extrañamente, el RD Ley 5/2005 redacta *de nuevo* el Título III de la LMV dedicado al mercado primario de valores y, sin embargo, en él establece la regulación relativa a la admisión a negociación de valores en mercados regulados (entre la que se encuentran los requisitos de la información, contenido del folleto y responsabilidad por el mismo) para, en el nuevo artículo 30 bis remitirse a ese régimen y declararlo aplicable, en todo (con las debidas adaptaciones y excepciones que reglamentariamente se determinen) a las ofertas públicas de venta o suscripción de valores.

⁽¹⁰⁾ Véase FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *La responsabilidad civil...*, cit., p. 242; CACHÓN BLANCO, *Derecho del Mercado de Valores*, t. II, Madrid, 1993, p. 492; GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., p. 384.

2. Los vicios en el contenido del folleto

A) La solución portuguesa

Los vicios del folleto que pueden generar responsabilidad civil se encuentran enumerados por la Ley. El artículo 149 del CVM prescribe la responsabilidad civil “por los daños causados por la disconformidad del contenido del folleto con lo dispuesto en el artículo 135”. Este último artículo, en su n.º 1, exige que el folleto contenga “información completa, verdadera, actual, clara, objetiva y lícita, que permita a los destinatarios formar juicios fundados sobre la oferta, los valores mobiliarios objeto de la misma y los derechos que les son inherentes y sobre la situación patrimonial, económica y financiera del emisor”. En su número 2, el artículo 135 dispone, respecto a “las previsiones relativas a la evolución de la actividad y de los resultados del emisor, así como a la evolución de los precios de los valores mobiliarios objeto de la oferta”, que deben “a) ser claras y objetivas; b) basarse en informaciones dotadas de las características referidas en el número anterior y divulgadas en el folleto; c) apoyarse en la opinión de un auditor sobre los presupuestos, los criterios utilizados y su coherencia con las previsiones”.

La vigente disciplina no especifica qué ha de entenderse por información completa, verdadera, etcétera. El CVM ha sintetizado la descripción del hecho ilícito, en el afán del legislador portugués de simplificar el texto normativo anterior. En el CMVM de 1991, tal descripción se realizaba de forma analítica y muy detallada ⁽¹¹⁾, por ello es interesante conocerla, pues puede alumbrar la interpretación que se realice del Código actual en esta materia.

El artículo 161 del CMVM disponía que la información contenida era “insuficiente” cuando el folleto omitiera información esencial para la adecuada evaluación de la entidad emisora y de la inversión por el público en los términos del artículo 144.1.º Éste exigía que el folleto contuviera “toda la información que, de acuerdo con la naturaleza de la entidad emisora y de los valores mobiliarios a los que la oferta pública de suscripción se refiere, sea razonablemente necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre las actividades, el patrimonio, la situación financiera, los resultados, las perspectivas y las demás características relevantes de la entidad emisora, así como sobre los derechos inherentes a los referidos valores mobiliarios, y queden capacitados para evaluar adecuadamente la inversión que se les propone y el riesgo que implica”.

(11) LUCENA E VALE, “Estudo sobre o regime das ofertas publicas de distribucao consagrado no novo Código dos Valores Mobiliarios”, *Revista da Banca*, n.º 46, julho/dezembro 1998, p. 48, nota 36.

Es interesante destacar que la calificación de una información como insuficiente tiene lugar no ante cualquier omisión, sino sólo en caso de omisión de datos “esenciales” y “razonablemente necesarios”. El criterio de razonabilidad, a su vez, no se debe entender en términos exclusivamente objetivos, ya que la Ley derogada establece una relación clara entre el contenido de la información omitida y las necesidades y capacidades del inversor. En efecto, la información “razonablemente necesaria” podría variar en atención al tipo de inversores a los que se dirige la oferta pública de suscripción, pues la información necesaria para que “queden capacitados para evaluar adecuadamente la inversión” (cfr. 144.1 “in fine”) depende, a su vez, de sus capacidades previas. Por ello, debía considerarse un modelo de inversor o “inversor patrón” normalmente prudente y mínimamente informado⁽¹²⁾.

En su número 2.b), el artículo 161 del Código anterior consideraba “no verídica” la información que no coincidía “con la realidad de los hechos, situaciones, circunstancias, valores o perspectivas que se destina a reflejar, así como cuando, por los términos en que se encuentra formulada o por el contexto en que se integra, induce a error al inversor sobre el contenido o el significado de esos hechos, situaciones, circunstancias, valores o perspectivas”. En este precepto la Ley distingue entre la falta de veracidad “material” en el sentido de ausencia de coincidencia de la información con los hechos de la realidad; y falta de veracidad “formal”, esto es, la información puede ser intrínsecamente verdadera, pero capaz de inducir a error al inversor por los términos empleados o el contexto en que se inserta. La veracidad o no de la información se relaciona así no sólo con su conformidad con la realidad, sino también con la forma en que la misma se presenta y la capacidad o no de inducir a engaño al inversor⁽¹³⁾.

El artículo 161.2.c) con remisión al artículo 154.1.b), consideraba “falta de objetividad” la información referida a previsiones, interpretaciones, apreciaciones u otros juicios de valor no suficientemente apoyados en hechos comprobados o en relaciones necesaria o comprobadamente existentes entre esos hechos. La objetividad o su carencia se predicán, en consecuencia, de las informaciones que presuponen juicios de valor, de naturaleza técnica o científica, u opiniones

(12) Véase FERREIRA, *Direito dos Valores...*, cit., p. 383; COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, 1999, pp. 44 y 45.

(13) Véase FERREIRA, *Direito dos Valores...*, cit., pp. 383 y 384; COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., 41 y 42.

basadas en hechos, importando, por ello, como elemento de “contraste” la consistencia del razonamiento y la idoneidad de los hechos en que se basa⁽¹⁴⁾.

Existía “falta de actualidad” conforme al artículo 161.2.d) (en conexión con el artículo 153) siempre que la información divulgada, suficiente, verídica y objetiva con referencia a la fecha de elaboración del folleto, no fuera, medianamente la oportuna alteración de éste o a través de un folleto complementario, debidamente actualizada o corregida en el supuesto de que entre la fecha en que el folleto fue presentado a la Comisión del mercado de valores mobiliarios, a efectos del registro de emisión, y la fecha en que se cerró la oferta pública de suscripción, ocurriera cualquier hecho nuevo, o se conociera cualquier hecho anterior no considerado en el folleto, o alteraciones sensibles de los hechos o de las situaciones en que éste se basaba, o inexactitudes significativas en la información que en él consta, y tales hechos, alteraciones o inexactitudes fueran susceptibles de influir de manera relevante en la evaluación de la entidad emisora y de la inversión por el público. También se consideraba “falta de actualidad” si el folleto fue publicado después de que el registro de emisión hubiera caducado (artículo 161 en conexión con artículo 139).

Finalmente, el artículo 161.2.e) del derogado CMVM disponía que la insuficiencia y la falta de veracidad, de objetividad o de actualidad de la información deberían estimarse relevantes si podían influir en la evaluación de la inversión en términos tales que, de no existir, un inversor normalmente prudente se abstendría de adquirir los valores mobiliario o de adquirirlos por el precio por el que son ofrecidos a la suscripción pública. Con estos términos, la Ley establecía un criterio de relevancia de los vicios del folleto, de forma que sólo debían tenerse en cuenta las insuficiencias que pudieran tener una influencia decisiva sobre un “inversor normalmente prudente”.

B) La solución española

La nueva redacción del artículo 28 de la LMV no establece cuáles sean los vicios del folleto potencialmente generadores de la obligación de indemnizar al inversor. Sin embargo, nuestro sistema no carece de elementos normativos para explicitar el supuesto de hecho que da origen a la responsabilidad civil en este ámbito.

La lectura conjunta del artículo 27 de la LMV en su redacción “ex” Real Decreto-Ley 5/2005 y del artículo 15 del RD 291/1992, cuyo objeto es fijar el

(14) Véase FERREIRA, *Direito dos Valores...*, cit., p. 384; COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 42.

contenido y el concepto de folleto, según sus respectivas rúbricas, permite afirmar que, en nuestro sistema, el folleto será engañoso cuando ⁽¹⁵⁾:

a) No contenga toda la información necesaria, completa y razonada a fin de que los inversores puedan hacerse una imagen fiel del emisor y un juicio fundado sobre la inversión que se les propone; así como para realizar una evaluación suficientemente informada de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y de los derechos inherentes a los valores.

b) No presente la información de forma fácilmente analizable y comprensible, con un lenguaje claro y preciso, de forma que dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios.

c) Omita datos relevantes para el juicio fundado del inversor.

d) Incluya informaciones que puedan inducir a error a los inversores.

e) No se ajuste a los modelos de folleto previstos en la Orden Ministerial correspondiente (la información debe ser reglada, cfr. artículo 27.4 de la LMV).

Entendemos que los reglamentos de desarrollo del artículo 28 de la LMV pueden, o bien concretar los vicios del folleto susceptibles de generar responsabilidad civil por su contenido, tal como ocurría en el previgente Código portugués, o bien, tal como hace el actual CMV, establecer el carácter “engañoso” del folleto por contraposición a los requisitos legalmente exigidos a la información que se proporciona a los inversores a través de este documento.

Por último, es necesario referirse a una parte del folleto cuyo carácter engañoso deberá ser enjuiciado conforme a criterios distintos del resto del contenido de este documento: el resumen. Conforme al nuevo artículo 27 de la LMV, el folleto contendrá un resumen que de una forma breve y en lenguaje no técnico reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores. Este resumen debe contener las siguientes advertencias: que debe leerse como introducción al folleto, que la decisión de invertir en valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto, y que no se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, a no ser que dicha nota sea engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto.

En coherencia con este último inciso, el nuevo artículo 28.4 de la LMV dispone que no se podrá exigir ninguna responsabilidad a las personas men-

⁽¹⁵⁾ Más ampliamente, antes de la promulgación del nuevo artículo 27 de la LMV, véase GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., pp. 118 y ss.; LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido...*, cit., pp. 196 y ss.

cionadas en los apartados anteriores sobre el resumen o su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto. Así pues, la veracidad o no de esta parte del folleto, su carácter engañoso debe medirse con parámetros distintos al resto del documento.

En primer lugar, el resumen debe reflejar las características de la inversión de “forma breve”⁽¹⁶⁾. En consecuencia, no cabrá juzgar su falta de suficiencia en atención a que la información que aporta carezca de algunos datos si éstos aparecen más tarde en el folleto. De ahí la advertencia que debe incluirse en el resumen en el sentido de que el inversor debe tomar en consideración el “folleto en su conjunto” a la hora de decidir su inversión. Lo mismo cabe afirmar del lenguaje empleado. Éste debe ser “un lenguaje no técnico”, en palabras del artículo 27 de la LMV, por lo que no cabrá aseverar falta de veracidad en razón a carencias en la exactitud técnica de los términos empleados. Con esta prescripción se pretende, precisamente, que el resumen sea fácilmente comprensible para los inversores.

En segundo lugar, el carácter engañoso, inexacto o incoherente del resumen deriva de su contenido “en relación con las demás partes del folleto” (artículo 28.4 de la LMV). El juicio sobre si el resumen es susceptible de inducir a engaño al inversor depende entonces de que la información proporcionada por el mismo bien sea por su falsedad intrínseca, bien por su forma de presentación, bien por las contradicciones que presenta respecto a otros datos del folleto, ofrezca al adquirente de los valores una visión global de la inversión distinta a la suministrada por el resto del folleto.

3. Sujetos responsables

A) La solución portuguesa

El artículo 149.1 del CVM establece que serán responsables por los daños causados por la disconformidad del contenido del folleto con las exigencias del artículo 135 (esto es, que la información que contiene sea completa, verdadera, actual, clara, objetiva y lícita) las siguientes personas: a) El oferente; b) Los titulares del órgano de administración del oferente; c) El emisor; d) Los titu-

⁽¹⁶⁾ La Directiva 2003/71/CE afirma en el número 21 de su Preámbulo que “Para garantizar la facilidad de acceso a esa información, el resumen debe redactarse en un lenguaje no técnico y habitualmente no debe constar de más de 2.500 palabras en la lengua en que se redactó el folleto originalmente”.

lares del órgano de administración del emisor; e) Los promotores, en caso de oferta de suscripción para la constitución de una sociedad; f) Los titulares del órgano de fiscalización, las sociedades de revisores oficiales de cuentas, los revisores oficiales de cuentas y otras personas que hayan certificado o, de cualquier otro modo, evaluado los documentos de presentación de cuentas en que el folleto se basa; g) Los intermediarios financieros encargados de la asistencia a la oferta; h) Las demás personas que acepten ser nombradas en el folleto como responsables de cualquier información, previsión o estudio que en él se incluya.

El nombre de todos los sujetos mencionados (o parte de ellos, según los casos) debe constar entre los contenidos obligados del folleto de oferta pública de valores “ex” artículo 136.a) del CVM.

Con esta norma el legislador portugués traza el ámbito subjetivo de responsabilidad y consigue dos objetivos. En primer lugar, la determinación del círculo de responsables es una técnica de delimitación del riesgo de todos los que intervienen, directa o indirectamente, en la elaboración y preparación de la oferta⁽¹⁷⁾. En segundo lugar, atendiendo al principio de protección del inversor, refuerza su tutela señalando, “a priori”, los sujetos potencialmente responsables. El inversor se ve favorecido porque no habrá de probar qué sujetos, en concreto, son responsables por el contenido del folleto: es el propio legislador el que los delimita en el Código⁽¹⁸⁾. Es interesante señalar al respecto que la calificación de cada uno de estos sujetos como responsable no presupone una efectiva y concreta participación en la elaboración del folleto. Es posible, incluso, que no hayan participado materialmente en modo alguno en su redacción y, aun así, resulten responsables. Y es que, aunque la causa inmediata de la responsabilidad de todos ellos se funda en el hecho de que el deber de informar al inversor de forma clara, verdadera, etc. ha sido violado en algún modo⁽¹⁹⁾, la causa mediata es diversa en función del concreto deber que competiera a cada uno de ellos pues éste puede ser de elaboración, pero también de mero control o supervisión de la información. Se ha afirmado en la doctrina

(17) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., pp. 190 y 191.

(18) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 186; FERREIRA, *Direito dos Valores...*, cit., p. 388; TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 116.

(19) Véase FRANÇA MENDOÇA PERES, “Responsabilidade civil da entidade emitente pelo conteúdo do prospecto”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, n.º 5, 1999, p. 58; COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 178.

portuguesa que se trata de una responsabilidad basada en “delitos subjetivos propios” (20).

Así, el **oferente o la entidad emisora** son responsables, de un lado, porque les es imputable jurídicamente la puesta en el mercado de la información contenida en el folleto; de otro, porque son los principales beneficiados de la colocación de los valores a cuya consecución ha contribuido el folleto. En efecto, se afirma que si la entidad emisora ha usado medios ilícitos para captar la confianza de los inversores, y les ha causado daños, debe ser responsabilizada, pues no cabe que aproveche las ventajas de su actividad y no asuma las “desventajas”. Además, debe ser responsabilizada por los riesgos asociados a la información publicada en conexión con su oferta, porque sólo la entidad emisora tiene el control total sobre los datos que ha de contener el folleto (21).

Similares razonamientos pueden hacerse acerca de los **promotores** en el caso de oferta pública de suscripción “para la constitución de sociedad” (artículo 168 del CVM). Olvidados por el Código anterior de 1991, han sido incluidos entre los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto en el vigente artículo 149 del CVM, subsanando así la laguna existente al respecto.

De igual forma que la emisora o el oferente, **los miembros de sus órganos de administración** soportan una responsabilidad general por la información difundida. Los titulares de estos órganos tienen el poder de dirección y administración de la entidad cuyos valores se ofrecen al público y, por ello, funciones de control en relación a la información difundida. El “dominio” que ejercen sobre los hechos publicados los convierte en responsables de la información salvo, como ya expondremos, que demuestren ausencia de culpa (22).

En cuanto a **las personas que acepten ser nombradas en el folleto como responsables** de cualquier información, previsión o estudio que en él se incluya, su responsabilidad se basa en la asunción específica y pública de la misma por el contenido del folleto (23).

(20) Véase TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 116.

(21) Véase TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 116.

(22) Véase FERREIRA, *Direito dos Valores...*, cit., p. 374. En el Código anterior un administrador podía eximirse de responsabilidad si probaba que el folleto fue presentado a la CMVM sin su conocimiento o aprobación y que, en cuanto conoció el hecho de su presentación o publicación informó de tal hecho a la CMVM y a la entidad emisora (artículo 160.2 del Código do Mercado dos Valores Mobiliarios).

(23) Véase TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 117.

La responsabilidad de los **intermediarios financieros** viene decidida por su obligada intervención en las ofertas públicas de valores mobiliarios y las funciones que en virtud de la misma se les asignan legalmente ⁽²⁴⁾. El artículo 113.1 del CVM establece este “principio de intermediación obligatoria” ⁽²⁵⁾. A su tenor, “las ofertas públicas relativas a valores mobiliarios deben ser realizadas con intervención de intermediario financiero, que presta por lo menos los siguientes servicios: a) Asistencia y colocación en las ofertas públicas de distribución; b) Asistencia a partir del anuncio preliminar y la recepción de declaraciones de aceptación, en las ofertas públicas de adquisición”. Por su parte, los artículos 337 a 342 establecen las diversas prestaciones que puede desempeñar un intermediario financiero en el desenvolvimiento de la oferta pública y los contratos que le unen a la emisora u oferente. Entre ellos se distinguen los contratos de “asistencia” técnica, económica y financiera (artículo 337), de los contratos de colocación (artículo 338) ⁽²⁶⁾. La distinción es relevante pues “sólo los intermediarios que participen en la oferta en virtud de un contrato de asistencia resultarán responsables por el contenido del folleto” ⁽²⁷⁾. Mientras que los simples “colocadores” limitan sus servicios a desplegar sus mejores esfuerzos para distribuir los valores objeto de la oferta pública; los intermediarios que “asisten” a la oferta deben elaborar “forzosamente”, como parte de sus obligaciones contractuales ⁽²⁸⁾, “el folleto” [artículo 337.2.a)]. Además, se les exige, en protección del inversor, “asegurar el respeto por los preceptos legales y reglamentarios, en especial en cuanto a “la calidad de la información transmiti-

(24) La obligatoriedad de la intervención de intermediarios financieros en las ofertas públicas de valores mobiliarios ya fue establecida con anterioridad por el Código do Mercado dos Valores Mobiliarios precedente en su artículo 124.2: “A colocação através de intermediários financeiros é obrigatória para todas as emissões com subscrição pública abrangidas no âmbito de aplicação do capítulo II do presente título”.

Acerca de las funciones y obligaciones de los intermediarios financieros en el sistema portugués véase MARTINS, “Deveres dos Intermediários Financeiros, en especial, os Deveres para com os Clientes e o Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, n.º 7, abril 2000, pp. 331 y ss.; TELES DE MENEZES LEITAO, “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”, en AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliarios*, vol. II, Coimbra, 2000, pp. 129 y ss.

(25) Véase LUCENA E VALE, “Estudo sobre o regime...”, cit., p. 52.

(26) Junto a los contratos mencionados se distinguen también el de “tomada firme” (artículo 339) y el de “garantía de colocação”. Sobre todos ellos véase PINTO DUARTE, “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliarios”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, n.º 7, abril 2000, pp. 353 y ss.

(27) LUCENA E VALE, “Estudo sobre o regime...”, cit., p. 51.

(28) Se les encomiendan, además, elaborar el anuncio de lanzamiento, preparar y presentar la solicitud de registro ante la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios y recontar las declaraciones de aceptación de la oferta [artículo 337.2.a).b) y c)].

da”⁽²⁹⁾ (artículo 337.3). Si el origen de la información dañosa se debe directamente al intermediario financiero, su responsabilidad se deberá a una defectuosa “elaboración del folleto”, pero si no fuera así, será responsable por “no revisar y comprobar” la bondad de la información que le ha sido provista por el emisor o su órgano de administración, o bien por haberla “reformulado” de forma incorrecta en el folleto que debe elaborar⁽³⁰⁾. Como es evidente, el legislador no tiene duda alguna acerca del interés que debe proteger el intermediario financiero que participa en una oferta pública en calidad de “asistente”: entre el interés de su cliente y el del inversor prevalece este último. La inclusión del intermediario entre los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto, junto a los preceptos mencionados, avala esta interpretación⁽³¹⁾.

Por último, debe señalarse que la atribución de responsabilidad a los intermediarios financieros que intervienen en la oferta pública ha variado con respecto al régimen anterior. En el Código de 1991 se hacía responsable a todos los intermediarios intervinientes en la colocación, sin distinguir entre aquellos que “asisten” a la entidad emisora en el proceso de oferta pública y los que se limitan a colocar los valores en el mercado [artículo 160.1.g)]. A su vez, en el antiguo régimen, de existir consorcio de colocación, se hacía responsable tan sólo al jefe del consorcio lo que ya no ocurre en el Código vigente (artículo 161.6).

Respecto a la posición de los **titulares del órgano de fiscalización y la de los revisores oficiales de cuentas** frente a los inversores, en relación al contenido del folleto, es muy semejante⁽³²⁾. Unos y otros tienen entre sus funciones examinar, verificar y certificar las cuentas anuales propuestas por el órgano de administración y, lógicamente, son responsables frente a los inversores del correcto desempeño de tal actividad, que garantiza a estos la veracidad de las informaciones económico-financieras aportadas por los administradores en el folleto. Como es obvio, su responsabilidad se limitaría a la parte del contenido del folleto que verifiquen o certifiquen, tal como disponía expresamente el artículo 160.3 del derogado CMVM. En el artículo 149.1.f) del vigente CVM parece entenderse en el mismo sentido, aun cuando implícitamente.

(29) Esta norma instituye una posición de “garante” del intermediario financiero, véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 117.

(30) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 213.

(31) Sobre el régimen anterior, véase FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliarios*, cit., pp. 389 y ss.

(32) Acerca de estos órganos en la estructura de las sociedades comerciales portuguesas véase PULPO CORREIRA, *Direito comercial*, Lisboa, 2003, pp. 596 y ss. Acerca de su responsabilidad por el contenido del folleto, COSTA PINA, *Dever de Informação...*, cit., pp. 198 y ss.

B) La solución española

La más importante de las novedades introducidas por el artículo 28 de la LMV es que concreta de forma expresa, en una norma con rango de ley, cuáles son los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto ⁽³³⁾. Tal como exige la Directiva 2003/71/CE (cfr. artículo 6.º), señala como posibles responsables al emisor y a los miembros de su órgano de administración, al oferente, al garante y, en su caso, a la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado. Además, el artículo 28 de la LMV extiende el ámbito subjetivo de aplicación de este régimen a la entidad directora, respecto de las actividades de comprobación que realice, a las personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto si así consta en este documento, y a aquellas que lo hayan autorizado.

El legislador español responde así no sólo a las exigencias de la Directiva, sino también al ejemplo de otros Ordenamientos, y a los datos normativos propios de nuestro sistema que habían permitido a la doctrina identificar a los potenciales responsables por el contenido del folleto con anterioridad a la promulgación de este RD Ley ⁽³⁴⁾.

La lectura conjunta de los artículos 28 de la LMV, 17 y 18.5 del RD 291/1992, así como lo previsto por la Circular 2/1999 sobre el contenido del Capítulo I del folleto denominado “Personas que asumen la responsabilidad de su contenido y organismos supervisores del folleto” ⁽³⁵⁾, permitía ya reconocer como responsables del folleto al **emisor, al oferente y a sus respectivos admi-**

(33) Hasta la aprobación de esta norma sólo el artículo 32 de la LSA establecía con rango de ley la responsabilidad por el contenido del folleto de los promotores de una S.A. Sobre este artículo véase QUIJANO GONZÁLEZ, “Responsabilidades derivadas del proceso fundacional”, en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. I, *La fundación*, Madrid, 1991, pp. 437 y ss.

(34) Véase CACHÓN BLANCO, *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Madrid, 1997, p. 307 y ss.; RUBIO DE CASAS, “Artículo 22”, en AA.VV. (dirigido por SÁNCHEZ CALERO), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995, pp. 500 y ss.; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *La responsabilidad civil...*, *opus cit.*; ALONSO UREBA, “Artículos 20 y 21” en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones...*, cit., pp. 464 y ss.; DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 440 y ss.; GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., pp. 144 y ss.; LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido...*, cit., pp. 125 y ss.

(35) “I.1. Personas que asumen la responsabilidad por el contenido del folleto:

I.1.1. Nombre, apellidos, número de D.N.I. o documento de identificación personal y cargo o poderes de la persona o personas naturales que, en representación del emisor u oferente, asumen la responsabilidad por el contenido del folleto.

I.1.2. Confirmación por parte de dicha persona de la veracidad del contenido del folleto y de que no se omite ningún dato relevante ni induce a error.”

nistradores, pues unos y otros están obligados por tales preceptos a asumir públicamente su responsabilidad por el contenido del folleto.

Por otra parte, el artículo 20.3 del RD citado, que establece obligaciones de control de la información a las **entidades directora y coordinadora**, facultaba a inferir la responsabilidad civil de las mismas cuando, por su falta de diligencia en la comprobación y control de la veracidad de las informaciones contenidas en el folleto, se difundían entre el público inversor datos falsos, desactualizados o faltos de objetividad.

En cuanto a **las personas que asumían responsabilidad por el contenido del folleto o que autorizaban parte de su contenido**, algunas de ellas, como ocurre con los auditores de cuentas que firman los informes de auditoría que ha de contener el folleto⁽³⁶⁾, también eran ya consideradas responsables por el contenido del informe, con las normas disponibles hasta este momento (cf. Capítulo I, apartado 1.3 del folleto según la Circular 2/1999 y artículo 11 de la Ley de Auditoría de Cuentas)⁽³⁷⁾. No obstante, el artículo 28 de la LMV “extiende tal responsabilidad a cualquiera que acepte la responsabilidad por el contenido del folleto y/o autorice su contenido”. La regla no se circunscribe pues a los auditores, sino a todo sujeto incurso en este supuesto. El legislador español ha adoptado aquí, como se puede comprobar por comparación con la solución portuguesa, una medida ya existente en otros países que contaban con un régimen legal de responsabilidad por el folleto.

En definitiva, el Ordenamiento español da por fin satisfacción a la conveniente seguridad jurídica que debe presidir cualquier regulación específica de responsabilidad civil que aconseja la determinación legal expresa de las personas que deban responder por el contenido del folleto. Y ello tanto en beneficio de los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto —a fin

(36) LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido...*, cit., pp. 270 y ss. incluye como responsables a otros expertos: abogados, consultores de empresas, asesores financieros, etcétera, de los que se incluya en el folleto un informe profesional firmado por ellos.

(37) Capítulo I, apartado 1.3 del folleto según la Circular 2/1999: “1.3. Nombre, domicilio y cualificación de los auditores que hayan verificado las cuentas anuales de los tres últimos ejercicios incorporadas al folleto continuado al que complementa, en caso de tratarse de un folleto reducido o al folleto completo del que forma parte.

Se indicará, en su caso, que todos los informes de auditoría a que se refiere el párrafo anterior han sido favorables. Cuando alguno o algunos de dichos informes contuviesen una opinión con salvedades, cuantificadas o no, o la opinión del auditor fuese desfavorable, o denegase la opinión, se pondrá de manifiesto en este apartado y se reproducirá íntegramente el informe o informes afectados, salvo que sea el que se debe acompañar como anexo del folleto de acuerdo con lo dispuesto en el Capítulo V, en cuyo caso se hará una remisión a dicho anexo.

Indicación de otras informaciones que figuren en el folleto y que hayan sido verificadas por auditores de cuentas.”

de prever, y en su caso asegurar, las posibles obligaciones indemnizatorias derivadas de su actuación— como en beneficio de los eventuales inversores perjudicados —a fin de conocer a aquellos sujetos contra los que poder dirigir sus pretensiones resarcitorias—.

4. Criterios de imputación

A) La solución portuguesa

El criterio general de imputación subjetiva de responsabilidad en este régimen es la culpa. El artículo 149 del CVM establece en su n.º 1 que (los sujetos citados en las letras siguientes) serán responsables por los daños causados por la disconformidad del contenido del folleto con las exigencias de claridad, actualidad, etc. “ex” artículo 135, “salvo que probaran que actuaron sin culpa”. Además, el n.º 2 del artículo citado dispone que “La culpa es apreciada de acuerdo con elevados patrones de diligencia profesional”. En consecuencia con todo ello, los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto podrán exonerarse de responsabilidad si demuestran que, a pesar de la ausencia de actualidad, veracidad, objetividad, etc. de la información difundida a través de este documento, ellos actuaron sin culpa en el desarrollo de la función que les correspondía, bien la elaboración de la información, bien el control de su calidad. A tenor de lo dispuesto en el n.º 2, deberán demostrar que su actuación se ajustó a la máxima diligencia que es exigible a un profesional del grupo al que pertenecen (revisores, intermediarios, etcétera). La norma no sólo les exige “adecuar su conducta a las reglas propias de la diligencia profesional”, sino que les requiere una diligencia profesional de acuerdo con “elevados patrones”, lo que lleva a la doctrina a afirmar que los sujetos potencialmente responsables lo serán incluso por “culpa levísima”⁽³⁸⁾.

En cuanto a la “prueba” de este elemento de la responsabilidad civil, se establece la “inversión de la carga de la prueba de la culpa” de los sujetos potencialmente responsables (artículo 149.1). A diferencia del régimen general, en el que la prueba de la culpa corresponde al lesionado (artículo 487 del Código Civil portugués), en este régimen la culpa se presume y son los presuntos responsables por el contenido del folleto los que han de probar, como causa de exoneración, su falta de culpa. Se exime así al inversor de una auténtica “*probatio diabolica*”⁽³⁹⁾.

(38) Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 119.

(39) Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 119; LUCENA E VALE, “Estudo sobre o regime...”, cit., p. 49.

Como es obvio, concretar en qué consiste la culpa o la falta de culpa dependerá de la estimación de los tribunales ante cada caso concreto. No obstante, el antiguo Código de 1991 establecía una lista no taxativa ⁽⁴⁰⁾ de supuestos de exoneración de responsabilidad por falta de culpa que por su interés y carácter ejemplificativo pasamos a exponer.

El artículo 163 del Código previgente establecía como causas de exclusión de responsabilidad de todos los sujetos responsables:

a) que a la fecha de publicación del folleto (el responsable) ignoraba la insuficiencia, o falta de veracidad, objetividad o actualidad de la información, y que por su parte, usó de toda la diligencia que le era razonablemente exigible, de acuerdo con sus funciones, cualificaciones técnicas y obligaciones profesionales, en la preparación, verificación, apreciación, certificación o aprobación de esa información y de los estudios, evaluaciones y restante documentación que le haya servido de base;

b) que, en el caso de que la información, o los estudios, evaluaciones u otra documentación en que la misma se base, hubieren sido elaborados, verificados, certificados o aprobados por especialistas, peritos o profesionales cualificados, o constituyeren reproducción o extracto de documentos oficiales destinados a testificar o certificar ese tipo de información o los datos en que ella se funda, no tenía, a la fecha de publicación del folleto, ningún motivo razonable para dudar de la competencia, idoneidad y experiencia de esos especialistas, peritos o profesionales, y no conocía, ni le era exigible que conociese, ningún hecho o elemento que le permitiese poner en duda el contenido de la información, estudios, evaluaciones o documentos referidos;

c) y que, tanto en una como en otra de las hipótesis contempladas en las líneas anteriores, continuó, sin su culpa, ignorando la insuficiencia o falta de objetividad, veracidad o actualidad de la información hasta la fecha de cierre del período de suscripción;

d) o que, en cualquiera de las dos primeras hipótesis, habiéndose apercebido por sí mismo o de cualquier otra forma, tras la fecha de publicación del folleto y hasta la fecha de cierre del período de suscripción, de la insuficiencia o falta de veracidad, objetividad o actualidad de la información publicada, inmediatamente providenció, en todo cuanto de sí dependía, principalmente a través de la comunicación del hecho a la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios y a la entidad emisora, para que la información fuera completada, corregida o actualizada y llevada, en estos términos, a conocimiento de los inversores.

(40) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 233.

El régimen vigente, junto a la regla general de responsabilidad por culpa, establece tres supuestos de “responsabilidad objetiva”. Así, responden independientemente de que exista culpa (artículo 150 en conexión con el artículo 149):

a) **El oferente**, si fueran responsables los titulares de su órgano de administración, los intermediarios financieros encargados de la asistencia a la oferta o las personas que acepten ser nombradas en el folleto como responsables por cualquier información, previsión o estudio que en él se incluya.

b) **El emisor**, si fueran responsables los titulares de su órgano de administración, o sus promotores en caso de oferta de suscripción para la constitución de sociedad, o los titulares del órgano de fiscalización, las sociedades de revisores oficiales de cuentas, o los revisores oficiales de cuentas y otras personas que hayan certificado o, de cualquier modo, evaluado los documentos de presentación de cuentas en que el folleto se basa.

c) **El jefe del consorcio de colocación** si fuese responsable alguno de los miembros del consorcio encargados de la asistencia a la oferta.

Este régimen de responsabilidad objetiva por hecho de otro impide que el emisor, el oferente, o el jefe del consorcio, eludan, cuando se haya establecido la culpa de las personas de cuyos actos responden objetivamente, su propia responsabilidad (objetiva) frente a los inversores. Para evitar su responsabilidad en estos casos deberá demostrarse la falta de culpa de los sujetos de los que son objetivamente responsables⁽⁴¹⁾.

Por último, ha de señalarse que también se prevé **la incidencia de la culpa del inversor** en el juicio de responsabilidad. Así, el artículo 149.3 del CVM permite a las personas potencialmente responsables excluir su responsabilidad si prueban que el destinatario (de la información) tenía o debía tener conocimiento de la deficiencia del contenido del folleto en la fecha de emisión de su declaración contractual o en el momento en que la revocación de la misma aún era posible⁽⁴²⁾.

Respecto a esta causa de atenuación o exoneración de responsabilidad, no ha de presuponerse que el inversor tiene impuesto ningún deber de conocimiento de la deficiencia de la información. De lo que se trata es solamente de suponer que la conducta de un “inversor responsable” responde a un patrón de diligencia y que si ésta no se despliega, no cabe al inversor obtener el resarci-

(41) Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 122.

(42) En términos parecidos ya establecía esta causa de exclusión de responsabilidad el artículo 163.1 del derogado Código do Mercado dos Valores Mobiliários.

miento de los daños que él mismo ha contribuido a causar⁽⁴³⁾. Como se ha afirmado, la ley no está dispuesta a premiar la ignorancia o la falta de una diligencia normal, pues la norma es contraria a cualquier paternalismo respecto del inversor: pone a su disposición toda la información que se considera relevante y, en consecuencia, el inversor que incurre en descuido o negligencia en conocerla no debe ser protegido de su propia desidia⁽⁴⁴⁾.

B) La solución española

El nuevo artículo 28 de la LMV no indica cuál es el criterio de imputación escogido por nuestro legislador, por lo que cabe suponer que esta materia será regulada en el posterior desarrollo reglamentario.

De la misma manera que ocurre en el régimen portugués, tuvimos oportunidad de defender en otro trabajo que la responsabilidad civil imputable a los sujetos eventualmente responsables por el contenido del folleto debería establecerse en función del “efectivo grado de participación culposa en la realización del hecho dañoso para el inversor”⁽⁴⁵⁾. A tal efecto, el nacimiento de la obligación de indemnizar respecto de los distintos participantes en la elaboración del folleto habrá de depender del incumplimiento negligente de los concretos deberes de información, control o verificación impuestos legalmente a cada uno de ellos. La culpa es, en definitiva, el criterio general de imputación de responsabilidad civil en nuestro Ordenamiento (cfr. artículos 1902 y 1101 CC). Es aconsejable, además, el establecimiento de un específico módulo de diligencia exigible a las personas eventualmente responsables en este ámbito. Al respecto, consideramos que tal parámetro debería considerar el carácter “profesional” de todos los sujetos pasivamente legitimados a fin de garantizar al inversor la más alta cota de protección, de igual forma que se hace en el sistema portugués.

Por último, este sistema de responsabilidad civil por culpa debería ser corregido respecto de la entidad emisora, disponiendo para ella un sistema de responsabilidad civil objetiva —sin culpa—. Para la configuración de un sistema de responsabilidad civil de este tipo parece posible aducir una importante razón: el daño derivado de una defectuosa información en el momento de la celebración de un contrato debe recaer principalmente sobre el contratante que ha creado este riesgo, la sociedad emisora, al ser la que está en mejor posición

(43) En este sentido, COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 234.

(44) FERREIRA, *Direito dos valores...*, cit., p. 401.

(45) GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., p. 380.

de asegurar la veracidad, exactitud, objetividad y actualidad del contenido del folleto de emisión, pues, se trata de informaciones pertenecientes a su ámbito de control ⁽⁴⁶⁾.

5. Nexo causal

A) La solución portuguesa

El derogado Código del Mercado de Valores Mobiliarios de 1991, establecía en su artículo 161.2.e) que “la insuficiencia, y la falta de veracidad, objetividad o actualidad de la información sólo son relevantes si influyen en la evaluación de la inversión en términos tales que, si no existieran, un inversor normalmente prudente se abstendría de adquirir los valores mobiliarios o de adquirirlos por el precio por el que son ofrecidos en oferta pública”. Por otra parte, el artículo 161.4 disponía que el montante de la indemnización debida por los sujetos responsables sería reducido en la medida en que los mismos probaran que la diferencia entre el precio de compra y el de venta de los valores mobiliarios o la ausencia de rendimientos esperados se debía a causas distintas a la insuficiencia, o falta de veracidad, objetividad o actualidad de la información contenida en el folleto.

Se establecía así, en opinión mayoritaria de la doctrina portuguesa ⁽⁴⁷⁾, una presunción de causalidad: en primer lugar, demostrado el carácter “relevante” del vicio del folleto para un “inversor normalmente prudente”, el concreto inversor demandante no estaba obligado a probar ni que había leído el folleto, ni que su contenido había influido en su decisión inversora. En segundo lugar, se presumía “el nexo causal” entre la existencia del vicio del folleto y la pérdida patrimonial resultante de su divulgación entre el público inversor (disminución del precio de los valores en el mercado). Los sujetos potencialmente responsables debían probar la conexión causal entre el daño y un hecho extraño al folleto para que su deber de indemnizar disminuyera o no llegara a nacer.

En el actual CVM la primera de las presunciones ha desaparecido. En cuanto a la segunda, el artículo 152.2 se expresa en términos semejantes al derogado 161.4 al establecer que el montante del daño indemnizable se reduce

(46) GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., pp. 172 y ss.

(47) Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 121; COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., pp. 228 y ss.; FRANÇA MENDOÇA PERES, “Responsabilidade civil da entidade...”, cit., pp. 67 y ss.; FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 404 y ss.

en la medida en que “los responsables prueben que el daño se debe también a causas diversas de los vicios de la información”. Parece pues conservarse la presunción de causalidad entre el vicio del folleto y las pérdidas patrimoniales sufridas por los inversores, salvo que los sujetos potencialmente responsables prueben la conexión del daño con una causa diversa ⁽⁴⁸⁾.

B) La solución española

El artículo 28.3 de la LMV establece que los sujetos potencialmente responsables por el contenido del folleto responderán, frente a los titulares de los valores adquiridos, de todos los daños que hubiesen ocasionado “como consecuencia” de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto. Así pues se establece, como requisito “sine qua non” del nacimiento de la obligación de indemnizar, la necesaria conexión causal entre las falsedades u omisiones del folleto y el daño causado al inversor. Sin embargo, nada se prevé respecto a la prueba necesaria de tal nexo causal, ni sobre quién ha de recaer el “onus probandi”. Es de esperar que, en el posterior desarrollo reglamentario, el legislador establezca una presunción de nexo causal entre las falsedades y omisiones relevantes del folleto y los daños sufridos por sus adquirentes. Si no fuera así, hacer recaer la carga probatoria sobre el inversor dificultaría extraordinariamente sus posibilidades de ser indemnizado. En muchas ocasiones, el pequeño inversor ni siquiera lee el folleto, sino que recibe la información “filtrada” a través de su asesor financiero, o de las publicaciones especializadas, de tal forma que le es imposible demostrar que leyó el folleto y que debido a sus defectos de información adoptó su decisión inversora. Tampoco le resultaría fácil probar que la bajada de precio del valor en el mercado secundario se debió a tales defectos informativos y no a otras causas como un conflicto internacional, la situación de la economía nacional o europea, etc. Por ello, el legislador debería establecer, en tutela del inversor, esa presunción de conexión causal, presunción que debería ser “iuris tantum”, permitiendo a los sujetos responsables mostrar, como causa de exoneración o de moderación del deber de indem-

(48) No obstante, existen dudas al respecto. TELES DE MENEZES LEITAO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 121, considera dudoso que en este régimen se pueda continuar sustentando la existencia de una presunción de causalidad, debido a la inexistencia de disposición alguna al respecto (haciendo referencia a la contenida en el derogado 161.1.e), así como entiende que no parece que pueda ser inferida “a contrario” del artículo 152.2. Aunque entiende que si bien no cabe defender que el inversor no debe demostrar que leyó el folleto y que fueron las deficiencias de éste las que produjeron los perjuicios sufridos (tal como se hacía con el antiguo régimen), mantiene que puede admitirse el establecimiento de presunciones judiciales en relación con este hecho, en función de la proximidad entre la disponibilidad del folleto y la aceptación de la oferta por parte de los inversores.

nizar, que el daño se debió a motivos distintos de las falsedades u omisiones del folleto ⁽⁴⁹⁾.

6. Daño indemnizable y carácter solidario de la obligación de indemnizar

A) La solución portuguesa

EL artículo 152.1 del CVM dispone que “la indemnización debe poner al lesionado en la exacta situación en que estaría si, en el momento de la adquisición o de la venta de los valores mobiliarios, el contenido del folleto estuviese conforme con lo dispuesto en el artículo 135” (que exige que la información del folleto sea completa, verdadera, actual, clara, objetiva y lícita). La solución legal parece apuntar al criterio de que la indemnización sea calculada de acuerdo con el interés contractual negativo, ya que la situación en que el lesionado estaría de haber conocido la verdadera información se correspondería, probablemente, con la de no aceptación de la oferta ⁽⁵⁰⁾. El nuevo régimen no establece límites al “quantum” indemnizatorio, a diferencia de lo que hacía el derogado artículo 161.3 ⁽⁵¹⁾.

En cuanto al carácter de la obligación de indemnizar —solidario, mancomunado—, el artículo 151 del CVM establece la responsabilidad solidaria de todos los sujetos responsables por los daños causados. Así, la medida del daño causado por cada uno de los sujetos responsables, derivada únicamente de su propia actuación y culpa, despliega su eficacia en vía interna o de regreso. Mas

⁽⁴⁹⁾ Véase VALENZUELA GARACH, *La Información en la sociedad...*, cit., p. 269; CACHÓN BLANCO, *Las ofertas públicas de venta...*, cit., p. 310; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, *La responsabilidad civil...*, cit., p. 211; DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, cit., p. 447; GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada...*, cit., pp. 130 y ss.; LÓPEZ MARTÍNEZ, *La responsabilidad por el contenido...*, cit., pp. 211 y ss.

⁽⁵⁰⁾ Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 120.

⁽⁵¹⁾ El artículo 161.3 del derogado CMVM establecía que el perjuicio a indemnizar debía corresponder a la diferencia entre el precio de adquisición de los valores mobiliarios y el precio líquido por el que fueran posteriormente vendidos o, en el caso de no haber sido vendidos, por el que podrían serlo en la fecha de solicitud de la indemnización, más la pérdida consistente en los rendimientos justificadamente esperados en base a la información viciada, no excediendo el montante global a indemnizar, en cualquier caso, el precio por el que los valores hubieran sido ofrecidos en oferta pública. Esta fórmula implicaba dejar de considerar los rendimientos hipotéticamente resultantes de inversiones alternativas que el inversor podría haber efectuado en el caso de que hubiera recibido la información correcta. Véase TELES DE MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil...”, cit., p. 120; COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 221.

“ad extra”, la persona que haya intervenido en la elaboración del folleto y que sea responsable sólo de parte de la información en él contenida, podrá ser llamada a responder por el todo frente al inversor⁽⁵²⁾.

B) La solución española

El número 3 del artículo 28 de la LMV establece que “De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, ‘todas’ las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de ‘todos los daños y perjuicios’ que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores...”.

La interpretación de esta norma resulta dudosa ya que puede significar dos cosas, por cierto, compatibles entre sí. Que “todas” las personas respondan de “todo” es posible interpretarlo en el sentido de que la responsabilidad de todos los sujetos responsables es solidaria. En consecuencia, frente al inversor, “todos (los responsables) responderán de todos los daños y perjuicios”, debiendo resolverse internamente, en vía de regreso, la extensión de la obligación de indemnizar de cada uno de ellos, conforme a la medida de su influencia real en la causación del daño.

Sin duda hubiera sido más claro que el legislador se pronunciara expresamente, prescribiendo que los sujetos indicados por la norma serán “solidariamente responsables”. Mas, aun no siendo así, la interpretación propuesta responde, no sólo a la literalidad de la norma (“todas... de todos”), sino, en general, a la progresiva introducción legal de la regla de la solidaridad en numerosos supuestos de responsabilidad civil —por ejemplo los artículos 27.2 de la LGDCU y artículo 7 de la LPD— justificada, según parecer generalizado de la doctrina, “en razones de protección de la víctima”⁽⁵³⁾. Y, efectivamente, la solución indicada es la que mejor protege los intereses del inversor. De un lado, la complejidad de las funciones de los sujetos intervinientes en la elaboración y control de la información difundida entre el público con ocasión de una oferta pública de valores, así como su interrelación, hace que en la práctica sea difícil para el inversor individualizar y probar, con el necesario rigor, la cuota de responsabilidad imputable a cada uno de ellos. De otro, la regla de la

(52) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 244.

(53) En relación a los artículos citados en texto véase, entre otros, PARRA LUCÁN, *Daños por productos y protección del consumidor*, Barcelona, 1990, pp. 424 y 425; DE LA VEGA GARCÍA, *Responsabilidad civil derivada del producto defectuoso*, Madrid, 1998, p. 119; JIMÉNEZ LIÉBANA/ MORENO QUESADA, *Responsabilidad civil: Daños causados por productos defectuosos*, Madrid, 1998, p. 339; GÓMEZ CALERO, *Responsabilidad civil por productos defectuosos*, Madrid, 1996, p. 99.

solidaridad le dispensa de tener que reclamar a todos los sujetos potencialmente responsables y en la parte correspondiente a su intervención en el daño, y le otorga mayores garantías y seguridad para la satisfacción efectiva de la indemnización, al poder dirigirse indistintamente contra cualquiera de los responsables por el total del daño, evitando así la situación de insolvencia de alguno de éstos.

Pero además, responder “de todos los daños y perjuicios” puede entenderse como determinación de cuál ha de ser la cuantía de la indemnización. La completa tutela resarcitoria del inversor dañado por un folleto engañoso, exige que el “quantum” indemnizatorio se extienda a “todos” los daños y perjuicios sufridos como consecuencia de la confianza depositada en el mismo; esto es, debe comprender tanto el “daño emergente” —el menor precio del valor en el mercado— como el “lucro cesante” —la rentabilidad que se habría derivado de las oportunidades de inversión perdidas durante el período en que perduró la inversión realizada sobre la base de informaciones falsas u omisiones relevantes.

El correspondiente desarrollo reglamentario debe disipar las posibles dudas en la interpretación de la norma. De hacerlo en el sentido apuntado, la responsabilidad por el folleto en nuestro sistema será una obligación solidaria de todos los sujetos responsables, que habrán de responder frente al inversor tanto por el lucro cesante como por el daño emergente.

7. Imperatividad

A) La solución portuguesa

El nuevo Código ha introducido la regla de la inmodificabilidad absoluta del régimen que establece mediante pacto “inter privados”. Conforme al artículo 154, las reglas previstas en la subsección a la que pertenece, esto es, la dedicada a la responsabilidad por el contenido del folleto, no pueden ser anuladas, ni tampoco modificadas, por negocio jurídico. Se impide así que la protección del inversor se minore por cláusulas contractuales contenidas en el folleto y dirigidas a limitar, modificar o excluir el régimen de responsabilidad por el contenido del folleto, reforzándose así su tutela en este ámbito.

B) La solución española

El artículo 28 de la LMV no ha previsto regulación alguna de esta materia. Inicialmente, en virtud del principio de autonomía de la voluntad, este tipo de

cláusulas son admisibles en nuestro Derecho ⁽⁵⁴⁾, salvo si pretenden excluir o disminuir la responsabilidad del deudor en caso de dolo o culpa grave; o, en caso de culpa leve, si son contrarias al Orden público ⁽⁵⁵⁾.

Precisamente el límite del Orden público justifica afirmar la invalidez de este tipo de cláusulas entre los inversores y la entidad emisora. En el ámbito de la regulación de la responsabilidad por el folleto, la permisividad de las estipulaciones limitativas o exoneratorias de responsabilidad del emisor sería esencialmente contradictoria con los principios que fundamentan el Derecho del Mercado de Valores. Con este régimen de responsabilidad se establece el derecho del inversor no sólo a ser correctamente informado, sino a ser indemnizado por los daños sufridos como consecuencia de haber defraudado su confianza. El principio de protección del inversor, que se asume como inspirador del sistema, quedaría desvirtuado si se consintiera la eficacia de estas cláusulas. Por tanto, el desarrollo reglamentario prometido debería pronunciarse en el sentido de prohibir cualquiera cláusula limitativa o exoneratoria de responsabilidad civil.

8. Plazo de prescripción y de caducidad de la acción de responsabilidad civil

A) La solución portuguesa

Conforme al Código vigente, la indemnización por los daños causados por los vicios del folleto debe ser solicitada en un plazo máximo de seis meses tras el conocimiento de la deficiencia del folleto y el derecho a la misma cesa, en cualquier caso, transcurridos dos años contados desde la fecha de divulgación del resultado de la oferta (artículo 153).

La doctrina portuguesa ha mostrado su disconformidad acerca de la brevedad de los plazos previstos legalmente para que el inversor pueda reclamar su derecho ⁽⁵⁶⁾. La entidad emisora se libera así prontamente de la incertidumbre de arrostrar una acción de responsabilidad. Se denuncia que plazos muy cortos

⁽⁵⁴⁾ DÍEZ-PICAZO, *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, Madrid, 1993, II, pp. 615 y ss.

⁽⁵⁵⁾ GARCÍA AMIGO, *Cláusulas limitativas de la responsabilidad contractual*, Madrid, 1965, pp. 133 y ss.

⁽⁵⁶⁾ Aunque refiriéndose al régimen anterior, que establecía un régimen también corto: el plazo de ejercicio de la acción era de seis meses tras la fecha en que el inversor conociera la deficiencia de la información y prescribía, en cualquier caso, tras dieciocho meses desde la fecha en que se cerraba el período de suscripción (artículo 165 del Código do Mercado dos Valores Mobiliarios). Sobre esta materia véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 259 y FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliarios*, cit., pp. 408 y ss.

pueden llevar a la desprotección “de facto” del inversor pues, en muchas ocasiones, la falsedad de la información sólo puede ser detectada en el mercado a medio plazo, en un momento, en consecuencia, en que el inversor ya no resulta tutelado por el régimen que comentamos. Por ello se afirma que, los plazos de prescripción deberían ser más amplios.

B) La solución española

El artículo 28 de la LMV “ex” Real Decreto-Ley 5/2005 ha introducido en esta materia una solución tuitiva de los intereses del inversor y ajustada a sus necesidades. En primer lugar, y a diferencia de lo que ocurre en el sistema portugués, no se establece plazo de caducidad de la acción. De tal forma, el plazo de prescripción de la misma no puede ser “recortado” en perjuicio de la tutela del inversor. Y ello independientemente del tiempo transcurrido desde la fecha de realización de la oferta o de apertura del período de suscripción. Por el contrario, se establece únicamente un plazo de prescripción de mediana duración —3 años— (ni tan extenso como el previsto en nuestro Ordenamiento para la acción contractual “ex” artículo 1964 del CC, ni tan breve como el establecido para la acción de responsabilidad extracontractual “ex” artículo 1968 del CC). Y, lo que es más importante, el “dies a quo” de este plazo se fija en el día “desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto”. Este requisito deberá entenderse cumplido, en nuestra opinión, cuando la falsedad u omisión sea de conocimiento generalizado para el público inversor.

9. Sujetos legitimados para solicitar el resarcimiento del daño: adquirentes iniciales y subsiguientes

A) La solución portuguesa

Ni el nuevo ni el antiguo régimen de responsabilidad civil por el contenido del folleto ha dado respuesta expresa a la cuestión de si la tutela que proporciona ha de extenderse a cualquier inversor que haya sido lesionado como consecuencia de la falsedad de aquél o, por el contrario, alcanza, tan sólo, a los primeros adquirentes o suscriptores. Sin embargo, es un tema que ha preocupado a la doctrina portuguesa que se inclina, en su totalidad, por una solución tendente a la mayor protección del inversor: éste ha de resultar protegido siempre que haya sido perjudicado por la información divulgada, ya sea primer suscriptor, o un adquirente posterior.

Los argumentos esgrimidos a favor de esta tesis son varios. Se arguye que la razón de ser del folleto se justifica por la necesidad de protección del inver-

sor, pero también para garantizar la existencia de información en condiciones que permitan el funcionamiento regular, eficiente y transparente del mercado. Y, desde este punto de vista, no se entiende que la posición del primer adquirente merezca mejor tutela que la de los adquirentes sucesivos. Lo que materialmente importa es saber si la deficiencia de información contenida en el folleto funcionó en el sentido de inducir al inversor a la adquisición de determinados valores mobiliarios y no si esa adquisición se produjo por suscripción o por una adquisición posterior⁽⁵⁷⁾. Por otra parte, la entidad emisora conoce “a priori” que los valores mobiliarios objeto de la oferta de suscripción pública van a circular por el mercado transmitiéndose rápidamente a otros inversores. En esa medida la emisora asume el riesgo de lesionar a terceros no suscriptores que hayan fundado su decisión de invertir en el folleto informativo viciado⁽⁵⁸⁾. Por último, se atiende a razones de literalidad del Código, pues en relación a esta materia, la norma se refiere al “lesionado” (artículo 152) o el “destinatario (del folleto)” (artículo 149.3) en vez de limitar su ámbito subjetivo de protección al “suscriptor” como podía haber hecho⁽⁵⁹⁾.

B) La solución española

En un trabajo anterior ya mantuvimos opiniones y razones semejantes a las de la doctrina portuguesa⁽⁶⁰⁾. Y ahora, la literalidad de la norma ayuda a sostener tales tesis.

En efecto, el artículo 28.3 de la LMV establece “ex novo”, que todos los potenciales responsables lo serán, en su caso, “de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado ‘a los titulares de los valores adquiridos’...”. Se advierte que el legislador escoge como destinatario de la protección del régimen de responsabilidad civil por el folleto, no al primer comprador de los valores ofertados en el mercado, ni al colectivo de potenciales suscriptores al que va dirigida la oferta y que debe constar en el folleto (cfr. artículo 18 del RD 291/1992), “sino a cualquier titular de los valores adquiridos” o, en otras palabras, “a todos y cada uno de los posibles titulares de los valores ofertados”.

(57) COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 226.

(58) Véase FRANÇA MENDOÇA PERES, “Responsabilidade civil da entidade...”, cit., pp. 89 y 90.

(59) Véase COSTA PINA, *Dever de informação...*, cit., p. 226. En contra FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliarios*, cit., p. 397.

(60) GRIMALDOS GARCÍA, *Responsabilidad civil...*, cit., p. 161. Otros autores españoles también se habían pronunciado en igual sentido. Véase, entre otros, DE CARLOS BERTRÁN, *Régimen jurídico...*, cit., pp. 420 y 421; CACHÓN BLANCO, *Las ofertas públicas...*, cit., p. 307.

Cabe afirmar pues que se legitima para ejercer acciones de responsabilidad tanto “al suscriptor como al adquirente en un mercado secundario”.

10. La acción popular: una medida que refuerza la protección del inversor frente a los responsables por el contenido del folleto

A) La solución portuguesa

Una de las novedades más significativas introducidas por el nuevo Código de Valores Mobiliarios a favor de los inversores fue el derecho a la acción popular. No es ésta una acción cuyo objeto se limite a la reclamación de responsabilidad civil por el contenido del folleto, sin embargo, posibilita una mayor protección del inversor en este ámbito, por lo que hemos considerado de interés incluir su estudio⁽⁶¹⁾.

El significado de este instituto y su relevancia en relación con el tema que exponemos se comprende recordando que, a la hora de demandar por responsabilidad civil derivada del folleto, el inversor individual no especializado puede hallar diversas dificultades que le desanimen, lo que desemboca, en la práctica, en una intensa tutela legal pero en una total desprotección real. El inversor se encuentra con los obstáculos que suponen los elevados costes que implica interponer acciones antes los tribunales de justicia, con la demora con que aquellos se desarrollan, con el temor de enfrentarse a una parte económicamente poderosa y, en muchas ocasiones, con la dimensión de su propio litigio: si el perjuicio no ha sido excesivo es posible que el inversor, dadas las dificultades citadas, decida no interponer una demanda. En suma, todo ello redundaría en una deficiente tutela del inversor, un menor respeto por la Ley e, indirectamente, un estímulo a su violación pues los responsables saben de su impunidad práctica. Pues bien, la respuesta dada por el Ordenamiento portugués a esta situación ha sido la introducción en la ordenación del mercado de valores del instituto de la acción popular que, en síntesis, permite a los inversores, personalmente, o a través de las asociaciones que los representan, promover una acción judicial a fin de prevenir, hacer cesar, o perseguir infracciones contra sus intereses.

El derecho a ejercer la acción popular se reconoce a los inversores no institucionales, a las asociaciones de defensa de los inversores y a las fundacio-

⁽⁶¹⁾ Acerca de la acción popular véase DA CUNHA REIS, “A protecção dos investidores face ao Código de Valores Mobiliarios”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, n.º 11, agosto 2001, pp. 50 y ss.; en la misma publicación y número, OLIVEIRA ASCENÇÃO, “A acção popular e a protecção do investidor”, pp. 65 y ss.; NASCIMENTO RODRÍGUEZ, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, Coimbra, 2001, pp. 57 y ss.

nes que tengan por objeto la protección de los inversores en valores mobiliarios, con el fin de proteger “los intereses individuales homogéneos o colectivos de los inversores no institucionales en valores mobiliarios” (artículo 31 del CVM). Ello permite, en caso de una emisión u oferta de valores acompañada de un folleto en el que se haya difundido información engañosa, falsa, etcétera, “la intervención organizada de los inversores en defensa de sus intereses, en especial en lo que respecta a la responsabilidad civil”, en palabras de la Exposición de Motivos del CMV.

B) La solución española

En la actualidad, la posibilidad que tendrían los inversores de ejercitar las acciones de responsabilidad colectivamente es la prevista en el artículo 11.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil que atribuye legitimación a “los grupos de afectados” cuando “los perjudicados por un hecho dañoso sean un grupo de consumidores o usuarios cuyos componentes estén perfectamente determinados o sean fácilmente determinables”. Sin embargo, la aplicación de esta norma a la responsabilidad civil por el contenido del folleto se enfrenta al rechazo que mantiene gran parte de nuestra doctrina a la aplicabilidad del denominado Derecho del consumo en la protección de los inversores. Se arguye que el inversor no reúne la condición de consumidor en los términos previstos por el artículo 1.2 de la LGDCU ⁽⁶²⁾. Así, se afirma que no cabe subsumir al inversor en el concepto de consumidor y usuario dispuesto en esta Ley debido a que el inversor no es el “destinatario final” de los bienes que adquiere, ya que compra los valores con intención de revenderlos en el futuro ⁽⁶³⁾; o que, desde un punto de vista económico, considerar al inversor como consumidor es una contradicción en los términos ya que se invierte lo que no se consume y viceversa; y que, en consecuencia, el inversor no es, desde un punto de vista conceptual, un consumidor, por lo que no deben aplicársele las normas de protección de éste último ⁽⁶⁴⁾.

(62) “Art. 1.º (...) 2. A los efectos de esta Ley, son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que adquieren utilizan o disfrutan como destinatarios finales, bienes muebles o inmuebles, productos, servicios, actividades o funciones, cualquiera que sea la naturaleza pública o privada, individual o colectiva de quienes los producen, facilitan, suministran o expiden.”

(63) Véase HERNÁNDEZ SAINZ, “Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta”, *RDBB*, n.º 61, 1996, p. 97; PALÁ LAGUNA, *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, Madrid, 1997, p. 219.

(64) Véase SÁNCHEZ ANDRÉS, “La protección del inversor en el mercado de capitales”, en AA.VV., *Reforma del Derecho Privado y Protección del consumidor*. Jornadas organizadas por la Universidad de Salamanca y el Centro Asociado de la UNED de Ávila, Valladolid, 1994, p. 217.

Sin entrar en esta polémica, sí cabe afirmar que, sin duda, la legitimación colectiva de los inversores, tal como se prevé en el sistema portugués, tutelaría en gran manera sus intereses ⁽⁶⁵⁾. Por ello, cabe proponer que el futuro desarrollo reglamentario del nuevo artículo 28 de la LMV se pronuncie en este sentido.

III. LA EXPERIENCIA JUDICIAL: LA ACÓRDAO DE 18 DE NOVIEMBRE DE 1997 DEL TRIBUNAL DA RELAÇÃO DO PORTO

La única decisión judicial portuguesa ⁽⁶⁶⁾ dictada durante la vigencia del Código do Mercado dos Valores Mobiliarios y relacionada con la responsabilidad civil derivada de vicios de información en el folleto de emisión de valores es la Acórdao de 18 de noviembre de 1997 del Tribunal da Relação do Porto ⁽⁶⁷⁾. Esta sentencia deviene de la demanda interpuesta por “BMF-Sociedade de Gestao de Patrimónios, SA” contra “BCI-Banco de Comércio e Indústria, SA”, en la que solicitó del demandado la entrega de 27.570 acciones que indebidamente no le fueron entregadas y el pago de los correspondientes dividendos a partir del momento en que fueran debidos y su actualización de acuerdo con la inflación.

La sociedad demandante, gestora de patrimonios, compró para sus clientes, en el ejercicio de su actividad, doscientas mil obligaciones convertibles. Conforme al folleto de emisión, el precio de conversión de las obligaciones en acciones se fijaría como el resultante de la media ponderada de las 30 últimas

(65) Véase LÓPEZ MARTÍNEZ, cit., pp. 305 y ss.

(66) Otro asunto en el que se dirimió la responsabilidad civil por el contenido del folleto fue el promovido por el Banco Mello contra el Banco Pinto e Sotto Mayor. El Grupo Mello compró al Banco Pinto e Sotto Mayor acciones representativas del 95,47 por 100 del capital social de Sociedade Financeira Portuguesa en mayo de 1991. Tres meses después de esta venta, la Sociedade Financeira Portuguesa fue llamada a cumplir dos garantías a primer requerimiento prestadas a Iberol-Sociedade Ibérica de Oleaginosas S.A. y equivalentes al 39, 4 por 100 de sus fondos propios. Ambas garantías eran desconocidas para el Grupo Mello, pues no constaban en el folleto oficial difundido por el Banco Pinto. Aun cuando se trata de un caso de responsabilidad por el folleto, no se le aplicó el régimen previsto por el Código do Mercado dos Valores Mobiliarios por no estar aún en vigor cuando se produjo el daño, por lo que se le aplicaron las normas generales de responsabilidad civil. Por otra parte no fue resuelto judicialmente sino por arbitraje. Véase AMARAL CABRAL, “A responsabilidade por prospecto e a responsabilidade pre-contractual”, *Revista da Orden dos Advogados*, año 55, 1995, pp. 191 y ss.; AA.VV., *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lisboa, 1995.

(67) Véase BOTELHO DA SILVA, “Comentário ao Acórdao de 18 de novembro de 1997 do Tribunal da Relação do Porto- Secção Cível: Dos criterios de aferição de insuficiencia de informação numa oferta pública de subscrição de valores mobiliários fundadora de responsabilidade civil pelo prospecto”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, n.º 3, 1998, pp. 163 a 200.

cotizaciones de las acciones nominativas y al portador en las Bolsas de Valores de Lisboa y Oporto, con un descuento del 25 por 100.

En el boletín de cotizaciones de la Bolsa de Lisboa se informó a los obligacionistas de que el precio de adquisición de las nuevas acciones del BCI había sido fijado en 1.000 \$, resultado de la conjugación de las condiciones establecidas en el folleto con las normas imperativas de los artículos 25.1, 9.1, 276.2 y 298.1 del Código de las Sociedades Comerciales, que establecen que la liberación de acciones nunca puede efectuarse por ingresos de valor inferior al valor nominal de tales acciones, que en el caso de autos era, exactamente, 1.000 \$. Ello implicaba una contradicción con las condiciones de fijación del precio de conversión recogidas en el folleto de lanzamiento de la emisión.

BMF alegó que las condiciones fijadas en el anuncio de lanzamiento de la oferta pública de suscripción son una verdadera declaración negocial (y, por tanto, vinculante para las partes) y que el folleto, conforme al artículo 149.2 del Código do Mercado dos Valores Mobiliarios, debía contener todas las informaciones necesarias sobre las condiciones y modalidades de conversión, suscripción o adquisición y, por último, que habiendo violado el demandado sus obligaciones contractuales, debía indemnizar los perjuicios sufridos por la demandante.

En su defensa BCI alegó que el precio de conversión finalmente fijado se debía a la aplicación de las normas imperativas citadas más arriba que impedían la conversión de obligaciones en acciones por debajo del valor nominal de éstas, por lo que, finalmente fue imposible realizar el 25 por 100 de descuento prometido sobre la media de cotización del período de 30 días fijado en el folleto. Y que, aunque en el folleto no constaban las normas imperativas que conducían a tal resultado, el artículo 163 del Código de Mercado dos Valores Mobiliarios establecía la exclusión de responsabilidad por el contenido del folleto si el inversor, usando una diligencia normal, tenía o debía haber tenido conocimiento de la insuficiencia o falta de veracidad, objetividad o actualidad de la información contenida en el folleto.

Tras una primera instancia en que la demanda fue desestimada, la demandante apeló al Tribunal da Relação do Porto. Entre las consideraciones que éste hace en su sentencia, destaca la que se refiere a la condición de inversor conocedor del mercado de la apelante. Estima, en efecto, que aunque las disposiciones imperativas del *Código das Sociedades Comerciais* relativas a que el precio de una acción no puede ser inferior a su valor nominal no constaban en el folleto, “hay que atender a que la apelante es una sociedad gestora de patrimonios que tiene por objeto exclusivo el ejercicio de actividades de administración de valores mobiliarios e inmobiliarios y de colocación, por cuenta ajena, de valores mobiliarios”. El receptor de una declaración de voluntad como es la apelante “no ignoraba que el valor nominal de las acciones del apelado no podría ser

inferior a 1.000 \$; que las acciones resultantes de la conversión de obligaciones no pueden ser emitidas por valor inferior a su valor nominal y que el proceso de emisión de obligaciones convertibles implica la aprobación del aumento de capital de la sociedad emisora, de acuerdo con lo establecido por los artículos 89.1, 276.2, 798.1 y 366.3 del Código de las Sociedades Comerciales”. Estima el tribunal que las cláusulas del folleto referentes al precio de conversión deberían ser interpretadas por la apelante dentro de los condicionamientos legales, condicionamientos que habría necesariamente de conocer por tratarse de una inversora conocedora del mercado de valores, su legislación y el lenguaje técnico empleado en los folletos de suscripción, así como las repercusiones jurídicas de las diversas operaciones realizadas en este sector.

El razonamiento del Tribunal de Relação de Porto no entró a cuestionarse la aplicación del régimen de responsabilidad civil por el contenido del folleto, pues, considerando que la sociedad demandante debió entender las condiciones fijadas en el folleto, estimó que había existido una declaración negocial recepticia vinculante para ambos y cumplida correctamente por la emisora por lo que, en consecuencia, no había existido incumplimiento contractual. Sin embargo, son muy interesantes las consideraciones referidas a la condición de la sociedad apelante como profunda conocedora del mercado y, por ello, de la legislación imperativa aplicable al caso.

En definitiva, se trata de una decisión en la que subyace la idea de que la veracidad o no del contenido del folleto depende también del perfil de ciencia y experiencia de su destinatario. No basta con que el folleto carezca de alguno o algunos datos conexos a la emisión y sus valores, sino que debe tenerse en cuenta, asimismo, la condición del destinatario del folleto y de su pericia en la materia para determinar si, a pesar de no haber sido incluidas determinadas informaciones, estaba obligado a conocerlas por su cuenta.

LA “HIPOTECA CONDICIONADA” COMO INSTRUMENTO DE GARANTÍA EN FINANCIACIONES COMPLEJAS

FERNANDO AZOFRA VEGAS
AGUSTÍN REDONDO APARICIO

Abogados

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. LA ADMISIBILIDAD DE LA HIPOTECA CONDICIONAL.
 - 1. **Negocios condicionales de trascendencia real y ausencia de tratamiento específico de las hipotecas condicionadas en nuestro Derecho.**
 - 2. **Supuestos análogos a la hipoteca condicional con reconocimiento legal expreso.**
 - 3. **La hipoteca condicional y sus posibles efectos en el tráfico jurídico.**
 - 4. **El principio de publicidad y el perjuicio de terceros en los derechos de garantía condicionados.**
 - 5. **Funcionamiento del sistema de retención o descuento de precio en la hipoteca condicionada.**
 - 6. **La existencia de una “razón justificativa suficiente” como presupuesto de la inscripción de la hipoteca condicionada.**
 - 7. **Las hipotecas condicionadas y la doctrina registral y jurisprudencial.**

III. **CONDICIONES A LAS QUE PUEDE SOMETERSE UNA HIPOTECA.**

- 1. Condiciones admisibles.**
- 2. Características genéricas.**
- 3. No admisibilidad de las “condiciones iuris”.**
- 4. Condiciones utilizadas habitualmente.**
- 5. El deterioro de valor del inmueble o de la solvencia del deudor como posible condición.**
- 6. Verificación de las condiciones.**

IV. **TRATAMIENTO FISCAL.**

V. **OTROS ASPECTOS.**

VI. **CONCLUSIONES.**

I. **INTRODUCCIÓN**

En los últimos años, se ha venido asistiendo a una tímida utilización en las operaciones de financiación entre empresarios de la figura de la hipoteca inmobiliaria sujeta a condiciones suspensivas como forma de garantía. En lo que sabemos, las hipotecas condicionadas han sido generalmente inscritas en los registros de la propiedad correspondientes sin mayores problemas. Tan sólo en alguna ocasión aislada, en lo que a nuestro conocimiento alcanza, se ha denegado su inscripción. En particular, uno de los casos de denegación de la inscripción ha sido objeto de recurso gubernativo ante la Dirección General de los Registros y del Notariado (DRGN), que se encuentra pendiente de resolución al tiempo de la publicación de estas líneas. La posición de la DGRN, sin duda, vendrá a traer luz sobre una cuestión de importancia capital, como es la de la admisibilidad en nuestro Derecho de la sujeción a condición de la hipoteca ⁽¹⁾.

El presente trabajo tiene como finalidad analizar la viabilidad de la figura de la hipoteca condicional, las condiciones que puedan resultar aceptables en nuestro Derecho y, finalmente, por su interés práctico, el tratamiento fiscal de tales operaciones.

En la práctica a la que nos veníamos refiriendo, la hipoteca adopta, generalmente, uno de estos dos perfiles: o bien se trata de una hipoteca ordinaria,

(1) Mientras se corregían las pruebas de este artículo, se han publicado dos resoluciones de fecha 2 y 3 de septiembre de 2005 (BBOOE de 19 y 20 de octubre), sobre la materia objeto de este artículo a las que hacíamos referencia.

con una determinada responsabilidad máxima hipotecaria, en la que las partes acuerdan en el mismo momento del otorgamiento la ampliación de dicha responsabilidad hipotecaria, y condicionan dicha ampliación al acaecimiento de determinadas circunstancias; o bien se otorga la hipoteca desde el primer momento y en relación a la total responsabilidad hipotecaria sujeta en sí misma a la verificación de unas determinadas condiciones. En ambos casos, se consigue condicionar la eficacia del negocio jurídico de hipoteca a la ocurrencia de ciertos hechos.

La hipoteca condicionada puede servir de garantía de una obligación existente, que será el caso más habitual, adoptando entonces la forma de hipoteca ordinaria o de tráfico, o bien asegurar una obligación también futura o sujeta a condición (hipoteca de seguridad o máximo). En este último caso, a la condicionalidad de la hipoteca se sumaría la condicionalidad de la obligación garantizada.

II. LA ADMISIBILIDAD DE LA HIPOTECA CONDICIONAL

1. Negocios condicionales de trascendencia real y ausencia de tratamiento específico de las hipotecas condicionadas en nuestro Derecho

Nuestro Derecho reconoce con generosidad y generalidad los negocios condicionales, siendo la expresión más clara de ello los artículos 1113 y ss. del Código Civil (CC). Junto con esa declaración general, y como desarrollo de la misma, se admite o presupone la validez del negocio condicional respecto de determinados contratos o negocios, como respecto de la servidumbre (artículo 546.4.º del CC), la donación (artículo 626 del CC), la institución de heredero o el legado (artículos 790 y ss. del CC).

Frente a esta postura, en ocasiones, el legislador niega tal posibilidad expresamente a supuestos concretos, tales como la aceptación de la herencia (artículo 990 del CC), el matrimonio (artículo 45 del CC), la aceptación de la oferta pública de adquisición de valores (artículo 25.2 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores), o la condición del artículo 793 del CC de no contraer primero o ulterior matrimonio impuesta en testamento, salvo que lo fuera al viudo o viuda por su difunto consorte o por los ascendientes o descendientes de éste.

En el ámbito registral, que es el más relevante a los efectos del tema en cuestión, el principio genérico de la admisibilidad de la condición suspensiva está específicamente recogido por los artículos 9.2.º y 23 de la Ley Hipotecaria

(LH), así como en el correspondiente 51.6.º del Reglamento Hipotecario (RH), sin que se aprecie ningún inconveniente especial en sujetar los derechos reales a condición ⁽²⁾.

Lo mismo cabe decir con respecto a los derechos reales de garantía. Aunque no está recogido expresamente en nuestra legislación actual, sí se aceptaba en nuestro Derecho histórico como señala ALVENTOSA DEL REY ⁽³⁾ (Ley 6.ª, Título XIII, de la Partida V, que establece que “otrosí, puede entrar fiador, so condición dizziendo assí, yo so fiador por flún si tal cosa acaesciere”), y nuestra jurisprudencia no ha tenido dificultades en reconocer la posibilidad de someter la fianza a condición ⁽⁴⁾.

No existe en nuestro derecho, al contrario de otros derechos cercanos ⁽⁵⁾, ninguna norma que prevea expresamente la posibilidad de someter la hipoteca a condición, aunque tampoco que la prohíba.

La no regulación expresa de la posibilidad de condicionar la constitución de derechos reales, en particular, los de garantía, y más específicamente, la hipoteca, no es indicio de que no sea admisible, sino más bien de todo lo contrario, pues si el legislador hubiera querido vedar la posibilidad de acceso al Registro de la Propiedad de la hipoteca condicional, probablemente lo habría hecho de forma explícita, como ha prohibido a los propietarios servirse de otras figuras como la promesa de hipoteca o la “reserva de puesto” (artículos 1862 del CC y 241 del RH). Aun en estos casos en los que el legislador ha vedado expresamente el acceso al registro de estos negocios jurídicos, no ha sido causada la prohibición por la repugnancia intrínseca o la esencial invalidez de estos negocios (por lo demás perfectamente válidos en nuestro Derecho), sino, el primero, por tener mero alcance obligacional y, el segundo, por la contradicción que impone en los principios hipotecarios de determinación (¿cuál es la obligación garantizada que se pospone o se prefiere?), publicidad (¿cómo conoce el tercero el negocio?), etcétera.

⁽²⁾ DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, vol. III, 4.ª ed., Civitas, Madrid, 1995, p. 863.

⁽³⁾ Cfr. ALVENTOSA DEL RÍO, J., *La Fianza: Ámbito de responsabilidad*, Comares, Granada, 1998, p. 28.

⁽⁴⁾ Cfr. Sentencia del TS de 11 de mayo de 2001 (RJ 2001/6196), si bien la existencia o no de la condición de la fianza no era el objeto de fondo discutido en ambos casos, sino que se trataba de una situación en que el TS ni siquiera se planteaba si procedía o no la admisibilidad de la misma.

⁽⁵⁾ Cfr. artículo 2413 del Código Civil Chileno o el 3116 del Código Civil Argentino, lo que hace pensar que el concepto de hipoteca condicionada no es en sí tan extraño o incompatible con la naturaleza de la misma.

Nuestras doctrinas jurisprudencial y registral han admitido reiteradamente la posibilidad de condicionar negocios jurídicos tan diversos como la compraventa ⁽⁶⁾, el préstamo con garantía hipotecaria ⁽⁷⁾, la dación en pago ⁽⁸⁾ o la donación ⁽⁹⁾, regulados unos sí y otros no, expresamente.

Por lo tanto, ante la ausencia de una prohibición expresa, parece ser de plena aplicación a la hipoteca la posibilidad de someter los negocios jurídicos a condición conforme al principio general antes expuesto.

Existe, por último, un apoyo (aunque no muy contundente) en favor de la hipoteca condicionada en la interpretación sistemática de los artículos 144 de la LH y 240 del RH y los títulos de la Sección Segunda del Título V del RH. En efecto, el lacónico segundo título de esta Sección Segunda (“Sujeta a Condición”) parece predicarse de la hipoteca y no de la obligación garantizada con la hipoteca (advértase que el título de esta Segunda Sección es “De las Hipotecas Voluntarias”, y el título anterior en esta misma sección es “Hipoteca Constituida Unilateralmente”). Además, aunque el artículo 238 del RH que encabeza este título “Sujeta a Condición” se refiere al 143 de la Ley (que a su vez remite al 142 y en el que, literalmente, no se contempla la hipoteca sujeta a condición, sino la hipoteca en garantía de obligación sujeta a condición), lo cierto es que la referencia al 143 se vincula a la segunda parte de la disyunción (“que se han contraído las obligaciones futuras de que trata el artículo 143 de la Ley”) y no a la primera (“que se han cumplido las condiciones suspensivas”), por lo que existe una interpretación sistemática de este precepto, no contrariada por su literalidad, que ampararía en su supuesto de hecho la hipoteca sujeta a condición. Por último, el artículo 240 del RH, al referirse al “hecho o el convenio entre las partes” que “tenga por objeto llevar a efecto un contrato inscrito pendiente de condiciones” literalmente parece contemplar más la posibilidad de que el contrato inscrito (la hipoteca) esté sujeto a condición, que lo que esté sujeto a condición sea la obligación asegurada (que no es el “contrato inscrito”).

La posibilidad de condicionar la hipoteca ha sido admitida por la mayor parte de los autores que han estudiado este asunto, en particular, CARRASCO

(6) Entre otras muchas, en la Resolución de la DGRN de 16 de septiembre de 1999 (RJ 1999/6471).

(7) STS del 2 de septiembre de 1999 (RJ 1999/7081).

(8) Resolución DGRN 13 de marzo de 2000 (RJ 2000/1103).

(9) Resolución DGRN 16 de octubre de 1991 (RJ 1991/7500).

PERERA ⁽¹⁰⁾ y GARCÍA GARCÍA ⁽¹¹⁾, y, con la anterior legislación hipotecaria, GAYOSO ⁽¹²⁾. En contra parece manifestarse ROCA SASTRE ⁽¹³⁾, aunque basado en algunas resoluciones antiguas (que luego matizaremos), y mostrando comprensión por la tesis contraria.

2. Supuestos análogos a la hipoteca condicional con reconocimiento legal expreso

A efectos de determinar si la condición, como elemento accesorio que interfiere en la estructura del negocio jurídico, tiene cabida en un derecho de garantía como es la hipoteca, es útil considerar otras situaciones contempladas en nuestro Derecho cuyos efectos son, en cierto sentido, similares a los de la hipoteca condicionada.

Se trata de supuestos en que, bien la obligación garantizada o bien el derecho del hipotecante, están sometidos a condición cuya efectividad está pendiente de algún elemento que hace que, aunque la hipoteca está constituida (y por lo tanto afecta al tráfico jurídico), no pueda ser considerada perfecta, negándose al acreedor en el ínterin el ejercicio del “ius distrahendi”.

Entre ellos podemos destacar:

- (a) La hipoteca de bienes vendidos con pacto de retro o a carta de gracia que constituya el comprador (artículo 107.7.º de la LH);
- (b) La hipoteca constituida por quien tenga una titularidad sometida a condición ⁽¹⁴⁾;

⁽¹⁰⁾ CARRASCO PERERA, A. y otros, *Tratado de los Derechos de Garantía*, Ed. Aranzadi, 2002, p. 487: “En definitiva, entendemos que es posible constituir una hipoteca sujeta a condición suspensiva, y que además del señalado [...], esta posibilidad no tiene más límites que aquellos a los que estaría sujeta la hipoteca si no fuera condicional.”

⁽¹¹⁾ GARCÍA GARCÍA, J.M., *Código de Legislación Inmobiliaria, Hipotecaria y del Registro Mercantil*, Ed. Cívitas, 4.ª edición, p. 227, nota a pie n.º 73: “En cuanto a hipotecas sujetas a condición suspensiva, no cabe cuándo la condición consiste en el impago de la deuda, según Resolución de 4 de diciembre de 1980. En los demás casos, habría que cumplir los requisitos de la reserva de rango y configurarla con perfecta determinación de su contenido y efectos”.

⁽¹²⁾ GAYOSO ARIAS, R., “*Nociones de la legislación hipotecaria. Nociones de Legislación hipotecaria: Contestaciones a los temas... para las oposiciones a Registros de la Propiedad*”, Madrid, 1918, p. 78.

⁽¹³⁾ ROCA SASTRE, *Derecho Hipotecario*, vol. III, p. 372.

⁽¹⁴⁾ VALLET DE GOYTISOLO, J.B., *La donación mortis causa en el Código Civil Español*, AAMN, p. 682 y ss.

- (c) La hipoteca del propio derecho de hipoteca (“quedando pendiente la que se constituya sobre él, de la resolución del mismo derecho”, aunque en sentido amplio, incluiría también la condición, como establece el artículo 107.4.º de la LH);
- (d) La hipoteca constituida por el testador en garantía de rentas o prestaciones periódicas, legados u otras obligaciones propias o ajenas (artículo 248 del RH);
- (e) La hipoteca en garantía de obligaciones sujetas a condición suspensiva y resolutoria, que se encuentra admitida y regulada por los artículos 142 y 143 de la LH. La obligación es una obligación actual, aunque el condicionamiento suspenda su efectividad. En estos casos, la hipoteca produce todos sus efectos desde la fecha de inscripción en el registro, obviamente en el caso de que la condición a la que se sujeta la obligación llegue a cumplirse. Al quedar sometida a la condición suspensiva la obligación garantizada, está también sometida a esta misma condición el derecho real de garantía. En este sentido DÍEZ-PICAZO y GULLÓN ⁽¹⁵⁾, señalan que “si la hipoteca está sujeta a condición resolutoria, se producen los efectos normales de toda hipoteca hasta que aquélla se cumpla, procediendo entonces su cancelación. Pero frente a tercero, tendrá eficacia mientras no se haga constar en el Registro el cumplimiento (por nota marginal)”.
- (f) Otro supuesto recogido expresamente en nuestro Derecho de hipoteca que abre un periodo de pendencia o incertidumbre es la hipoteca unilateral prevista en el artículo 141 de la LH. En este caso, constituida la hipoteca, ésta requiere para su plena efectividad la aceptación por el beneficiario, sin la cual no pueden ejercitarse las acciones de ella dimanantes. Un sector de la doctrina consideraba que la hipoteca unilateral regulada en el 141 de la LH es un tipo de hipoteca sujeta a condición suspensiva y que la condición es la aceptación del favorecido ⁽¹⁶⁾. Y no es que a nuestro legislador le repugne la existencia de la nota de condicionalidad en la hipoteca, sino que le repugna —quizá— únicamente la prolongación indefinida de la fase de pendencia (y de ahí las reglas de los artículos 1117 y 1118 del CC), y de ahí que

(15) DÍEZ PICAZO, L. y GULLÓN BALLESTER, A., “Sistema de Derecho Civil”, *Derecho de cosas y Derecho Inmobiliario Registral*, volumen III, 5.ª edición, p. 538.

(16) Cfr. CHICO Y ORTIZ, J.M., *Estudios sobre Derecho Hipotecario*, Marcial Pons, Madrid, 1982, p. 785. Cita, a favor de esta postura, a la doctrina anterior a la vigente Ley Hipotecaria (GALINDO Y ESCOSURA, CAMPUZANO, ARAGONES, MORELL). En contra, ALBALADEJO, rechazaría esta postura por tratarse la condición de una “conditio iuris”.

permita la cancelación de la hipoteca unilateral si no fuese aceptada en el plazo de dos meses siguientes al requerimiento que al efecto formule el dueño de la finca gravada.

En definitiva, existen un conjunto de supuestos reconocidos en nuestro Derecho en los que se admite y regula expresamente la existencia de situaciones de pendencia análogas a las propias del negocio condicional que afectan a la hipoteca.

Por lo tanto, ante la ausencia de una previsión expresa en contra, y de acuerdo con los mencionados artículos 9.2.º y 23 de la LH, 238 y 240 del RH, entendemos que es posible constituir una hipoteca sujeta a condición suspensiva.

3. La hipoteca condicional y sus posibles efectos en el tráfico jurídico

La doctrina de la DGRN tiene afirmado que, en materia de hipotecas, el principio de determinación de los derechos inscribibles se acoge con notable flexibilidad a fin de facilitar el crédito ⁽¹⁷⁾, permitiéndose, por ejemplo, en ciertos supuestos, la hipoteca sin la previa determinación registral de todos los elementos de la obligación, por cuanto “de seguir un criterio riguroso y restrictivo se contribuiría a la paralización de los negocios, con la consiguiente crisis de trabajo a las inmovilización de las carteras (sic) y cuentas corrientes bancarias, y, en suma, a provocar sensibles reducciones de la actividad industrial y daño grave en la economía nacional” ⁽¹⁸⁾. Aplicado este principio parecen perfectamente admisibles las hipotecas condicionales.

La existencia de la situación de pendencia (propia de los negocios condicionales) atinente a una hipoteca no es obstáculo para el tráfico jurídico, ni el registral ni el extrarregistral, como tampoco lo es la existencia de condiciones suspensivas o resolutorias atinentes a la transmisión de la plena propiedad.

No existiendo objeción registral alguna a, por ejemplo, la inscripción de una compraventa inmobiliaria sujeta a una condición suspensiva pese a la situación de pendencia e incertidumbre en el tráfico y respecto de los terceros que dicha condición acarrea (hasta que se cumpla o se incumpla, y cuando se cum-

⁽¹⁷⁾ Este afán se manifiesta también en la amplitud con que se establecen los bienes hipotecables, en lo que la legislación española parece ser especialmente generosa, como hace notar ROCA SASTRE, *Derecho Hipotecario*, op. cit., vol. VI, p. 484.

⁽¹⁸⁾ Resolución de la DGRN de 17 de enero de 1994 (RJ 1994\239).

pla o incumpla), no vemos la razón que habría para negar la inscripción de una hipoteca sujeta a esa misma condición cuando los efectos previsibles de dicha hipoteca respecto de la pendencia, los derechos de terceros, la incertidumbre del tráfico, etcétera, van a ser, por esencia, más limitados que los derivados de la adquisición condicionada de la plena propiedad.

No debe olvidarse que mientras la hipoteca (derecho real limitado) afecta la cosa hipotecada exclusivamente a la satisfacción de la deuda garantizada, el pleno propietario (derecho real pleno) tiene, respecto de su propiedad, facultades omnímodas de uso, disfrute y disposición con la única limitación de los derechos de terceros y las limitaciones legales (función social de la propiedad, artículo 7.º del CC, etcétera).

Porque en el caso de la hipoteca condicionada, resultan los mismos efectos, pero no peores o más excepcionales, que en cualquier otro negocio condicionado respecto de la indeterminación transitoria de los sujetos de los derechos y obligaciones que pueden nacer⁽¹⁹⁾. En efecto, durante la fase de pendencia, la normativa impone la protección del titular eventual (el acreedor condicional) permitiéndole el ejercicio de las acciones procedentes para la conservación de su derecho (artículo 1121 del CC), en tanto que el deudor condicional no pierde sus poderes dispositivos (si bien, puesto que su titularidad está amenazada por el cumplimiento de la condición, los terceros van a verse afectados si la condición se cumple). Cumplida la condición, el Derecho establece el principio de la retroactividad en cuanto a las obligaciones de dar nacidas del contrato el día de su perfección (artículo 1121 y 1123 del CC, 23 y 24 de la LH).

4 El principio de publicidad y el perjuicio de terceros en los derechos de garantía condicionados

Conviene ahora analizar los posibles efectos que la hipoteca condicional podría tener en los principios registrales, entre ellos, de manera destacada el principio de publicidad registral. Al igual que cualquier otra hipoteca, la condicional ha de ser inscrita en el Registro de la Propiedad, señalando no sólo los elementos fundamentales de la misma, sino también cuáles son las condiciones bajo las que ésta desplegaría toda su eficacia (de acuerdo con el artículo 51.6 del RH, habrán de copiarse literalmente las condiciones suspensivas o resolutorias del título).

Como se ha referido anteriormente, un supuesto análogo, aunque distinto, de la hipoteca condicional es el de la hipoteca en garantía de una obligación condicionada (que es el supuesto expresamente contemplado en los artículos

(19) DE CASTRO, F., *El negocio jurídico*, Madrid, 1967, pp. 211 y ss.

1861 del CC y 142 de la LH). Aunque existen diferencias entre ambas, debe aceptarse que los efectos que una y otra producen en el tráfico, en los derechos y expectativas de los terceros, dada la situación de interinidad “pendente condicione”, son análogos.

En las hipotecas dadas en garantía de una obligación condicional, la efectividad y ejercicio de tal derecho sólo será posible a partir del momento en que la condición se realice. Así, parte de la doctrina ⁽²⁰⁾ admite la eficacia condicional de la hipoteca, si bien pone de manifiesto que cuando la hipoteca asegura obligaciones sujetas a condición suspensiva, el gravamen surtirá efectos frente a terceros cuando la condición llegue a cumplirse, pero es inscribible desde su constitución. VALLET DE GOYTISOLO ⁽²¹⁾ va incluso más lejos al admitir la hipoteca por quien tenga inscrito un derecho de opción, afirmando: “La hipoteca que tendrá por objeto la finca, estará sometida a la condición suspensiva de que el hipotecante ejercite su opción. Y por ser esta condición potestativa, y sufrir la interferencia de un vínculo de indisponibilidad, éste deberá ir acompañado, para ser eficaz, de la facultad del acreedor hipotecario de subrogarse en el ejercicio del derecho de opción del hipotecante”.

Como señalan numerosos autores ⁽²²⁾, la hipoteca así sujeta a condición suspensiva existe antes del nacimiento de la obligación y constituye un gravamen actual desde su constitución, gravamen que está amenazado de desaparición si la condición se incumple.

Por lo tanto, dicha hipoteca sólo afecta a terceros desde el momento en que la condición llega a cumplirse, es decir, desde el nacimiento de la eventual obligación que en todo caso, como establece el artículo 143 de la LH, se hará constar por los interesados por nota al margen de la inscripción hipotecaria ⁽²³⁾. Cumpliendo el principio de publicidad, cualquier tercero que adquiriera el bien después de que sobre él se hubiera constituido una hipoteca en garantía de obligación sujeta a condición suspensiva, pero antes de que ésta se haya verificado (dando lugar, por tanto, al nacimiento de la obligación), podrá conocer la existencia del gravamen y, por ello, hacer su propia estimación de las probabili-

⁽²⁰⁾ Véase, por ejemplo, CARRASCO PERERA, A. y otros en *Tratado de los Derechos de Garantía*, op. cit., p. 536 y ss.

⁽²¹⁾ VALLET DE GOYTISOLO, J.B., *Estudios sobre garantías reales*, Ed. Montecorvo, 2.ª edición, 1984, p. 46.

⁽²²⁾ ROCA SASTRE y ROCA SASTRE-MUCUNILL, *Derecho Hipotecario*, 8.ª edición, Tomo VIII, p. 304 y *Derecho Hipotecario*, 1979, IV-1.º, p. 237; PÉREZ GONZÁLEZ y ALGUER *Anotaciones al Tratado de Enneccerus/Kipp/Wolff*, 1971, III-2.º, p. 357; COSSÍO Y CORRAL, *Instituciones de Derecho Hipotecario*, Civitas, 1986, p. 331.

⁽²³⁾ Resolución DGRN de 30 de septiembre de 2003 (RJ 2003\8544).

dades de cumplimiento de la condición y, con ello, de que la obligación asegurada devenga firme y el gravamen quede definitivamente eficaz. Algo absolutamente semejante a lo que ocurriría si la hipoteca en sí misma, y no la obligación asegurada, quedara sujeta a condición: antes de cumplirse o incumplirse la condición, existe una situación de pendencia, una expectativa de derecho, pero con valor jurídico digno de protección, dado que, si se cumple, la hipoteca devendrá automáticamente eficaz sujetando la cosa a la satisfacción de la obligación asegurada, en tanto que si se incumple, la hipoteca resultará definitivamente ineficaz.

Comparando los efectos en el tráfico jurídico de una hipoteca sometida a condición (o del aumento de responsabilidad hipotecaria sometido a condición) y la hipoteca en garantía de obligaciones condicionadas considerada en este apartado, ésta última puede reputarse incluso más perturbadora de los derechos de los terceros, del mantenimiento del tráfico o de los perfiles definitorios del derecho de hipoteca (y quizá por eso la necesidad de una declaración expresa del legislador, innecesaria para la primera). En el segundo supuesto (hipoteca firme en garantía de obligación condicional) existe una hipoteca con plenos efectos frente a terceros en garantía de una obligación que quizá no sea tal (si se incumple la condición), lo cual se compadece poco con el carácter necesariamente accesorio de la garantía. Mientras que en el primer caso (hipoteca condicionada en garantía de una obligación firme), la hipoteca existirá o no dependiendo de que la condición se cumpla o incumpla, pero los terceros pueden estar en todo momento seguros de que la obligación que se quiere asegurar existe y, además, existe con los contornos específicamente señalados en la hipoteca condicional, más en sintonía con el carácter accesorio de la hipoteca.

Por lo tanto, la existencia de una condición no afecta al principio de publicidad registral, puesto que los elementos fundamentales de la misma quedan sobradamente establecidos en la inscripción inicial de la hipoteca. De esa manera, el tercero que adquiera el bien después de que sobre él se haya constituido una hipoteca sujeta a condición suspensiva, pero antes de que ésta se haya cumplido o incumplido, conoce ya la existencia del gravamen y de la condición a la que se sujeta, y, en consecuencia, es capaz de estimar la verosimilitud de su cumplimiento o incumplimiento, como es (o debiera ser) capaz de estimarlo en el caso de la hipoteca firme en garantía de obligación condicionada.

5. Funcionamiento del sistema de retención o descuento de precio en la hipoteca condicionada

La hipoteca condicionada presenta como nota característica que, en tanto no se haya verificado la condición, el acreedor hipotecario no puede ejercitar el “ius distrahendi” (como tampoco podría el acreedor hipotecario con hipoteca

firme en garantía de obligación condicionada, ni puede, en general, ejercitar sus derechos el que adquiere sujeto a condición suspensiva). Es una característica común de todos los derechos reales sujetos a condición. Por ejemplo, el adquirente condicionado de un inmueble no puede reclamar para sí la presunción de posesión derivada del artículo 38.1 de la LH y, sin embargo, el hecho de que la titularidad del derecho no pueda desplegar todos sus efectos no obsta para que sea aceptable su existencia.

Aparece, como en las demás situaciones sujetas a condición, una coexistencia de titularidades. El propietario gravado por la hipoteca “sub-condicione” está amenazado por la titularidad “expectante” del acreedor hipotecario respecto a su hipoteca.

Pero que no se pueda ejercitar, aún, el “ius distrahendi” no es óbice para el pleno desencadenamiento de las facultades del acreedor hipotecario en el momento de cumplimiento de la condición, si llega a cumplirse. Ello no sería más que un corolario lógico de lo dispuesto con carácter general en los artículos 1113 y ss. del CC para el negocio condicionado (con aplicación específica en una gran cantidad de preceptos legales, como el artículo 649 del CC —consecuencias de la revocación de la donación por ingratitud sobre las hipotecas constituidas antes y después de la anotación de la demanda de revocación en el Registro—, el artículo 1520 del CC —respecto de las hipotecas constituidas por el comprador sujeto a retracto convencional— y el 799 del CC, etcétera).

Se puede alegar en contra de la admisibilidad de la condicionalidad de la hipoteca, que en ella no funciona el sistema de retención o descuento de precio en caso de venta del bien condicionalmente hipotecado previsto en el artículo 118, segundo párrafo de la LH y ello porque, si la condición se incumple, la hipoteca no nace y si se descontó su importe, no podrá el vendedor, para reclamar la cantidad retenida, subrogarse en la hipoteca y, en consecuencia, no podrá el vendedor ni sus acreedores recuperar de una forma rápida y segura la parte del precio descontada por el comprador.

Sin embargo, hay que hacer notar que sucedería con la hipoteca condicional lo mismo que con una hipoteca en garantía de obligación sujeta a condición resolutoria que grave un bien enajenado: si el comprador retiene, y el vendedor finalmente paga la deuda, quedará subrogado en la posición del acreedor hipotecario. Si la condición resolutoria finalmente se cumple, la obligación asegurada se extingue y, con ella, la garantía (accesoriedad), debiendo cancelarse registralmente, no disponiendo por tanto el vendedor de acción hipotecaria para dirigirse contra el comprador, sino tan sólo de una acción personal. Si se incumple la condición, la hipoteca deviene plenamente eficaz para que el vendedor, a través de la subrogación operada “ope legis”, pueda dirigirse contra el comprador.

El vendedor de un bien hipotecado con hipoteca sujeta a condición suspensiva al que el comprador retiene o descuenta la responsabilidad máxima asegurada por la hipoteca y que posteriormente paga la deuda, queda subrogado en la posición del acreedor (hipotecario) hasta que por el comprador se le reintegre el total importe retenido o descontado, conforme al artículo 118, segundo párrafo, de la LH. Y queda lógicamente subrogado en la misma posición, no mejor, ni peor, que la que tenía el acreedor hipotecario condicional, es decir, también sometido a la condición pactada. Si se verifica la condición, la hipoteca devendrá plenamente eficaz y podrá ejercitar los derechos del acreedor hipotecario frente al comprador que retuvo o descontó, mientras que si no se cumple, carecerá de garantía y, consecuentemente, de acción hipotecaria contra el comprador, sin perjuicio, claro está, de la personal (“ex”. artículo 118.2.º de la LH).

Por ello, en la hipoteca condicional funcionaría correctamente el sistema de retención o descuento del precio en caso de venta.

6. La existencia de una “razón justificativa suficiente” como presupuesto de la inscripción de la hipoteca condicionada

Es verdad, no obstante la ausencia de prohibición legal expresa, que en materia de derechos reales, ha manifestado la DGRN que, además del respeto a los límites de la autonomía privada en materia de derecho de obligaciones, es preciso un plus para aspirar al reconocimiento jurídico-real de ciertos negocios, estipulaciones o derechos. En efecto, declara la DGRN (entre otras, en la Resolución de 5 de junio de 1987, RJ 1987/4835) que “la configuración de situaciones jurídico-reales, dada la importancia económico-social y la trascendencia ‘erga-omnes’ del Estatuto de la Propiedad Inmueble, no queda totalmente confiada a la autonomía privada; el ‘números apertus’ reconocido en nuestro ordenamiento jurídico (confróntese artículos 2.º de la Ley Hipotecaria y 7.º del Reglamento Hipotecario) presupone la satisfacción de determinadas exigencias estructurales, tales como la existencia de una razón justificativa suficiente, la determinación precisa de los contornos del derecho real configurado, la inviolabilidad del principio de libertad del tráfico, etcétera. Por ello, sin prejuzgar la validez interpartes de estas previsiones restrictivas cuando no traspasen los límites que en el campo del derecho de obligaciones se señalan a la voluntad privada, su pretendida operatividad jurídico-real deberá ser excepcionada cuando no resulten cumplidas aquellas exigencias estructurales aludidas”.

Como señalan las Resoluciones de la DGRN de 15 de febrero de 2002 (RJ 2002/5818) o de 22 de julio de 2004 (RJ 2004/5435), tratándose de derechos reales, es siempre preciso discutir “si una condición suspensiva como la convenida, pese a su validez, puede o no tener acceso al Registro, pues, como es bien sabido, si la validez sustantiva de un negocio es presupuesto de su inscripción, no todo negocio válido es necesariamente inscribible, ya que para ello ha

de adecuarse a las exigencias del sistema registral, cuya finalidad última es brindar seguridad jurídica”.

Por tanto, para que una hipoteca condicionada pueda acceder al registro, además de concurrir los requisitos esenciales de todo contrato (a saber, consentimiento de los contratantes, objeto cierto, causa válida, “ex” artículo 1261 del CC), debe presentar la “razonabilidad o justificación suficiente” que, en todo negocio condicional que afecte a un derecho real, se exige para autorizar la mayor inseguridad, el impacto en el tráfico y la incertidumbre que el negocio condicional, pendiente la condición, impone.

7. Las hipotecas condicionadas y la doctrina registral y jurisprudencial

Nuestra doctrina registral y jurisprudencial ha considerado la hipoteca condicionada en diversas ocasiones con resultados aparentemente dispares, pues unas veces parece negar la posibilidad de las hipotecas condicionadas y otras parece aceptarlas, lo cual crea no pocos malentendidos.

Suele generalmente citarse como denegadora de la posibilidad de condicionalidad de la hipoteca la resolución de la DGRN de 4 de diciembre de 1980 (RJ 1980/4833) ⁽²⁴⁾, así como la Resolución de 27 de febrero de 1999 (RJ 1999/744). En la misma línea, aunque más antiguas, podemos encontrar las Resoluciones de la DGRN de 24 de enero de 1916 o de 12 de marzo de 1936 (RJ 1936/809), en las que fundamentaba ROCA SASTRE la no admisibilidad de la hipoteca condicionada ⁽²⁵⁾.

Por otro lado, existen varias resoluciones de la DGRN que contemplan situaciones en las que se presentan hipotecas u otros negocios condicionales, sin que en ningún momento muestre la DGRN objeción alguna al respecto. Entre ellas podemos citar:

- (a) Resoluciones DGRN de 21 y 22 de julio de 2004 (RJ 2004/5434 y 2004/5435, respectivamente). Se discute sobre la cancelación de una hipoteca condicionada a la condición suspensiva que pendía sobre el título de propiedad del otorgante de dicha escritura. La DGRN admite

⁽²⁴⁾ Por ejemplo, así consta en alguna de las recopilaciones de resoluciones de la DGRN al uso (por ejemplo en VILLAPLANA GARCÍA, C., *Fichero Registral Inmobiliario*, Centro de Estudios Registrales, Madrid, 1998, p. 521), en que de una lectura del extracto, sobre todo de su encabezado, parece deducirse que la DGRN no permite las hipotecas condicionadas. Como luego veremos, la opinión de la DGRN se refiere no tanto a la hipoteca condicionada, sino a las condiciones estipuladas.

⁽²⁵⁾ ROCA SASTRE, *Derecho Hipotecario*, op. cit., vol. III, p. 372.

la cancelación a instancia del comprador de una hipoteca que quedaba sujeta, según la nota de despacho del registrador en su inscripción, “a las que resulta —sic— de la condición suspensiva” que consta en la inscripción de la compraventa (básicamente, el arrendamiento por cualquiera de las partes de la finca por unos alquileres de determinado importe mínimo), “cancelándose la referida inscripción... en caso de incumplirse la misma...”.

- (b) Resolución DGRN de 16 de mayo de 1998 (RJ 1998/4117). Versa sobre la cancelación de una hipoteca unilateral condicionada inscrita en los Registros 6 y 11 de Barcelona, rechazando la DGRN la cancelación de la hipoteca condicionada inscrita sobre la mera base de que “no conste nada en el Registro (...) pues, como se desprende del propio artículo 238 del Reglamento Hipotecario, que no es sino una consecuencia de la existencia general de acreditación fehaciente de los hechos, actos o negocios que pretenden su acceso al Registro (cfr. artículos 3 y 23 de la Ley Hipotecaria), se precisa como una norma general la acreditación del hecho en que consiste dicha condición, que es lo que determinará la realización de la mutación jurídico-real a inscribir”.
- (c) Resolución DGRN de 16 de octubre de 1991 (RJ 1991/7500). Se refiere a la cancelación de una inscripción de dominio derivada de una transmisión sujeta a condición.
- (d) Resolución DGRN de 15 de febrero de 2002 (RJ 2002/5818). Sobre una condición atinente a una compraventa y consistente en que se concertasen por el comprador o por el vendedor determinados arrendamientos sobre la finca transmitida, por unos importes mínimos determinados en la condición.
- (e) Resolución DGRN de 13 de marzo de 2000 (RJ 2000/1103). Admite la posibilidad de someter a condición suspensiva de la falta de pago una dación en pago.
- (f) Resolución DGRN de 30 de septiembre de 2003 (RJ 2003/8544). Admite expresamente que la hipoteca, al margen de que la obligación que garantiza pueda ser firme, pueda quedar condicionada (negocio condicional) o sujeta a plazo de duración (negocio a término) al afirmar:

“Pese a la accesoriedad de la hipoteca respecto de la obligación en cuya garantía se constituye, mantiene aquella cierta autonomía como derecho independiente, de suerte que bien puede establecerse un plazo de duración para la misma o sujetarse a condición resolutoria, con lo que llegado aquél, o cumplida ésta, se extingue la hipoteca al mar-

gen de que subsista la obligación sin la cobertura de la garantía real que hasta entonces tenía.”

- (g) Resolución DGRN de 22 de junio de 1995 (RJ 1995/5329). Admite que la hipoteca pueda constituirse por plazo determinado, de modo que únicamente durante su vigencia, pueda ser ejercitada la acción hipotecaria, quedando extinguido el derecho vencido el plazo (téngase en cuenta que, pese a la distinción sustantiva entre la condición y el plazo, la consignación registral no tiene diferenciación en nuestra legislación hipotecaria, ya que aunque el artículo 23 de la LH se refiere a las “condiciones”, se ha entendido generalmente que su normativa es de aplicación al plazo⁽²⁶⁾).
- (h) Resolución DGRN de 4 de mayo de 1891. Referida al cumplimiento de las condiciones suspensivas a las que está sujeta una hipoteca inscrita [“Por tanto, para el efecto de hacer constar en el Registro de la propiedad el cumplimiento de condiciones suspensivas a que estuviera afecta una hipoteca inscrita, bastará que cualquiera de los interesados, o su mandatario verbal o tácito, presente al Registrador solicitud firmada por ambas partes, o por sus respectivos apoderados, en que se expresen claramente los hechos que deban dar lugar a la nota (marginal) (...)”].
- (i) Véanse por último, las Resoluciones de 30 de abril de 1878, 22 de enero de 1898 ó 13 de junio de 1935 estimando la posibilidad de inscribir varios negocios jurídicos sujetos a condición suspensiva.

También la Sentencia del Tribunal Supremo de 25 de enero de 1991 (RJ 1991/340) ha admitido “obiter dicta” la posibilidad de que la hipoteca pueda quedar condicionada: “Ha de ser rechazada la pretensión (...) dando por supuesto que, tanto la exigencia de la cantidad garantizada por la hipoteca como la oportunidad del procedimiento hipotecario ‘viene condicionada por el hecho, dice el recurrente, de que el Sr. M (actor) tuviera o no derecho a percibir los beneficios de la Agencia...’, condición que, cargada de trascendencia, no aparece por ninguna parte ni puede reputarse implícita en el contrato de hipoteca, establecido con autonomía y propia eficacia entre los interesados, los cuales, por otra parte (...) no estaban ya ligados por el repetido contrato de Agencia de 1972, al haber quedado resuelto, extrajudicialmente, desde la recepción en el domicilio del recurrente el 4 de noviembre de 1982, de la carta certificada con acuse de recibo como afirma, con no menor acierto, el juzgador de instancia (...)”.

(26) CAMY SÁNCHEZ-CAÑETE, B., *Comentarios a la Legislación Hipotecaria*, vol. V, 3.ª edición. Pamplona, 1983, p. 251.

Así las cosas, un análisis de las resoluciones negativas arroja alguna luz sobre la aparente contradicción en el criterio de la DGRN. Si atendemos a los razonamientos de las Resoluciones de 4 de diciembre de 1980 (RJ 1980/4833) y 27 de febrero de 1999 (RJ 1999/744) podemos observar que lo que se niega no es la hipoteca condicionada en sí, sino la admisibilidad de las concretas condiciones establecidas por las partes (que, como luego veremos, es el gran problema que plantea la hipoteca condicionada). Parece lógico que no pueda elevarse a condición circunstancias que no son sino requisitos exigidos legalmente para la validez y eficacia del negocio a celebrar, o para el ejercicio del mismo, como es, en la hipoteca, el incumplimiento de la obligación garantizada, “ya que precisamente este incumplimiento de la obligación principal no puede provocar el nacimiento de la hipoteca, sino dada la esencia de este derecho real lo que provoca es su propia efectividad al poner en marcha el ‘ius distraendi’, lo que presupone una hipoteca plenamente constituida, y de ahí que los interesados no pueden en contravención de lo anterior, transformar en una ‘conditio facti’ añadida al negocio concluido, lo que no es más que un elemento estructural o ‘conditio iuris’ de la existencia del derecho de hipoteca” (27).

En el caso de las mencionadas resoluciones de la DGRN de 24 de enero de 1916 o de 12 de marzo de 1936 (RJ 1936/809), que versan sobre la posibilidad de que se constituya una hipoteca sobre un bien suspensivamente condicionada a la insuficiencia de otra hipoteca sobre otro bien para satisfacer la misma obligación garantizada sin hacerse determinación de la parte cubierta por cada una de las hipotecas (conforme al 119 de la LH), la denegación no se produce por rechazo de la hipoteca condicionada, sino por no constar dicha distribución de responsabilidad (en definitiva, por el rechazo a la hipoteca solidaria) (28).

(27) Resolución de 4 de diciembre de 1980 (RJ 1980/4833), FJ 2.º.

(28) “Considerando que el principio de especialidad que sirve de base a la moderna legislación hipotecaria, en vez de la de generalidad de las hipotecas que informaba la antigua legislación, es aplicable, no sólo en cuanto hace referencia a las fincas gravadas, sino también en lo que atañe al crédito garantizado, cuya determinación o individualización se considera necesaria a la fecundidad del crédito territorial, para evitar que contratos calculados con toda prudencia y precisión se conviertan en juegos de azar” reza la Resolución de 24 de enero de 1916 mientras que la de 1936 afirma que “aun admitiendo la validez de tal hipoteca subsidiaria, existiría indeterminación de responsabilidad de la finca, ya que ésta no podría determinarse hasta que no se concretase el descubierto que quedare en la ejecución de la finca primeramente hipotecada, lo que sobre oponerse a las prescripciones de los artículos 119 y 120 de la Ley Hipotecaria, es atentatorio al libre desenvolvimiento del crédito territorial.”

En realidad, como se ve, la DGRN no se ha pronunciado, hasta el momento, en contra de la validez o inadmisibilidad de las hipotecas condicionales, sino en contra de la validez de ciertas hipotecas sujetas a determinadas condiciones que, en realidad, eran presupuestos de la validez de la hipoteca o “condicio iuris” o, simplemente, que contravienen las exigencias que nuestro Derecho impone a las condiciones para que se admitan como tales, cuestión esta que pasamos a analizar a continuación.

III. CONDICIONES A LAS QUE PUEDE SOMETERSE UNA HIPOTECA

1. Condiciones admisibles

Como señalábamos, una vez admitida la posibilidad teórica de la constitución de hipotecas sujetas a condición suspensiva, el gran problema que se plantea es el de determinar cuáles pueden ser esas condiciones y qué requisitos deben cumplir. Como adelantábamos, el riesgo es que se pretendan incorporar como condiciones del derecho de hipoteca lo que no son sino “condicio iuris” o elementos estructurales de la hipoteca (como sería, por ejemplo, el otorgamiento de hipoteca condicionada a que contraiga el hipotecante cualquier obligación, pues es requisito esencial de la hipoteca que se concierte para asegurar obligaciones determinadas).

El principio de especialidad impone, según es doctrina de la DGRN, “la exacta determinación de la naturaleza y extensión del derecho que ha de inscribirse (...) lo que, tratándose del derecho real de hipoteca, y dado su carácter accesorio del crédito garantizado, exige que como regla general se expresen, circunstancialmente, las obligaciones garantizadas (causa, cantidad, interés, plazo de vencimiento, etcétera)”⁽²⁹⁾. Ello exige, en materia de hipoteca condicionada, una perfecta concreción de las circunstancias a las que se sujeta la hipoteca.

2. Características genéricas

Como hemos señalado anteriormente, las condiciones a las que pueden estar sujetas las hipotecas son las comunes a cualquier tipo de obligaciones (recogidas en los artículos 1113 y ss. del CC). Así, no se puede someter la hipoteca a una condición imposible, contraria a las buenas costumbres o prohi-

⁽²⁹⁾ Resolución de la DGRN de 17 de enero de 1994 (RJ 1994/239).

bida por la ley (artículo 1116 del CC), o que dependa de la exclusiva voluntad del deudor (artículo 1115 del CC); la condición ha de ser un “suceso futuro o incierto, o un suceso pasado que los interesados ignoren” (artículo 1113 del CC), etcétera.

Tampoco puede someterse la hipoteca a condiciones “puramente potestativas”, pero sí a condiciones “casuales” (en las que la condición depende “de la suerte” o de “la voluntad de un tercero”, conforme al artículo 1115 del CC), o a condiciones “mixtas” (que no dependen exclusivamente de la voluntad del deudor hipotecario).

De acuerdo con la interpretación restrictiva aplicada habitualmente, sólo son condiciones “puramente potestativas” las basadas en la pura arbitrariedad a las que el CC atribuye la sanción de nulidad (artículo 1116 del CC), mientras que las “simplemente potestativas” son aquellas no invalidantes en las que la voluntad de las partes (o de una de ellas) dependa de un complejo de motivos e intereses que, actuando sobre ella, influyan en su determinación, aunque sean confiados a la valoración exclusiva del interesado.

Por último, para que no pueda objetarse a la inscripción de la condición sobre la base de su carácter incierto (contrario a las exigencias de seguridad jurídica del sistema registral, como se recuerda en las resoluciones de DGRN de 15 de febrero de 2002, RJ 2002/5818 o de 22 de julio de 2004, RJ 2004/5435, analizadas) es preciso que se establezca en la escritura de hipoteca un plazo máximo para el cumplimiento o incumplimiento de la condición.

3. No admisibilidad de las “condiciones iuris”

Además de los requisitos genéricos antes citados, la experiencia de la DGRN rechaza la utilización como condicionante de la hipoteca de un elemento que tuviera carácter estructural de la misma.

Precisamente el incumplimiento de la obligación principal es un elemento estructural o “condicio iuris” de ésta, y no puede admitirse como “condicio facti” a la que se sujeta la hipoteca, puesto que de ésta depende su propia efectividad, al poner en marcha el “ius distrahendi” (Resolución DGRN 4/12/80, RJ 1980/4833 antes citada).

4. Condiciones utilizadas habitualmente

Cumpliendo estas características, el catálogo de circunstancias a las que se puede sujetar la eficacia de la hipoteca es ilimitado. En la práctica a la que

hacíamos mención en el apartado I, se han venido usando últimamente circunstancias que ponen de relieve la debilidad del activo hipotecado para servir como mecanismo apropiado de aseguramiento (por ejemplo, la condición consistente en que la relación entre el valor de mercado del bien hipotecado y la deuda viva en un momento dado descienda por debajo de determinado umbral, o que se deteriore más allá de cierto límite la relación entre las rentas netas generadas por el bien hipotecado y las obligaciones por amortización de capital y/o por pago de intereses ordinarios, o que el bien hipotecado deje de generar determinado volumen de rentas⁽³⁰⁾, etcétera), o bien las que evidencian cualquier otra aminoración de las garantías concedidas al acreedor (por ejemplo, que el fiador entre en concurso, o enajene o disponga de sus bienes por debajo de unos determinados valores, etcétera).

El hecho de condicionar la hipoteca al cumplimiento de este tipo de requisitos supone para el acreedor hipotecario una garantía adicional de cumplimiento de la obligación asegurada, porque el cumplimiento de dichas condiciones evidencia el deterioro del valor del bien dado en garantía (o de otros bienes que directa o indirectamente respaldan el cumplimiento de las prestaciones del deudor) o de la solvencia de los fiadores del deudor, y, en consecuencia, suponen el incremento del riesgo de su insuficiencia.

También se ha usado en la práctica el plazo, o sea, la sujeción de la efectividad de la hipoteca a la llegada de una determinada fecha cierta. Como antes se puso de relieve, la Resolución de la DGRN de 30 de septiembre de 2003 (RJ 2003/8544) ha admitido, sin reservas, la hipoteca sujeta a plazo de duración. Y si cabe limitar la validez de la hipoteca a un determinado plazo, también deberá admitirse que la hipoteca sólo devenga firme transcurrido un plazo cierto o llegada una determinada fecha.

5. El deterioro de valor del inmueble o de la solvencia del deudor como posible condición

Respetándose el principio esencial de que el incumplimiento de las obligaciones aseguradas no puede constituir la condición a la que se sujeta la hipoteca, puede ocurrir perfectamente que dicho incumplimiento se verifique sin que se

⁽³⁰⁾ Cuando la condición se fija con referencia a ratios financieros o relaciones entre el saldo vivo, por ejemplo, y el valor de mercado del bien hipotecado o las rentas netas generadas en cada momento por el bien hipotecado, es conveniente (aunque no en absoluto imprescindible) que las partes deleguen en un tercero independiente, designado de mutuo acuerdo, el cálculo de tales ratios o proporciones o la certificación de la consecución del umbral o límite establecido a efectos de su constancia registral mediante nota marginal.

haya producido con anterioridad el cumplimiento de las condiciones (y sin que, en consecuencia, despliegue la hipoteca todo su potencial garantístico). También podría ocurrir al contrario: cumplimiento de las condiciones (y por tanto, plena efectividad de la hipoteca) sin que se hayan incumplido las obligaciones aseguradas.

No es correcto, en nuestra opinión, generalizar o extender el rechazo de la condición consistente en el incumplimiento de la obligación principal (el único contemplado en la Resolución de la DGRN de 4 de diciembre de 1980 o en la de 27 de febrero de 1999 citadas) a otras condiciones que sola y exclusivamente evidencian el deterioro del valor de determinados bienes respecto del saldo vivo del crédito (valor que es normalmente determinante para que el acreedor se avenga a conceder el crédito en las condiciones pactadas) o el deterioro de la solvencia de los fiadores.

Y es también erróneo, entendemos, rechazar la posibilidad de sujetar la hipoteca a una condición que tome en consideración la situación patrimonial del deudor (por ejemplo, la hipoteca nacerá si la situación patrimonial del deudor se deteriora hasta un punto más o menos determinado) considerando que dicha situación patrimonial (y su posible variación negativa) es un riesgo implícito en la hipoteca, un elemento estructural de la hipoteca, por lo que su establecimiento como condición supondría elevar a “condicio facti” lo que es una mera “condicio iuris”. La consideración de la situación patrimonial del deudor, pudiendo ser absolutamente sustancial para la determinación de voluntad del acreedor en el establecimiento de la obligación asegurada (para que el acreedor consienta en conceder crédito, por ejemplo), es irrelevante para la formación del negocio de hipoteca (y de ahí que el error del acreedor o del deudor sobre la misma no perjudique ni condicione el nacimiento de la hipoteca y que pueda asegurarse con hipoteca una obligación vencida y nimia de una entidad tremendamente solvente, sin que pueda discutirse la validez de esa hipoteca por ausencia de causa). Si la consideración de la situación patrimonial del deudor fuera un elemento estructural de la hipoteca, entonces sólo sería válida la hipoteca en caso de que dicha situación patrimonial fuera, en la estimación del acreedor, suficiente (pese a lo cual, el acreedor exigiría la hipoteca) o, por el contrario, insuficiente (y por ello, el acreedor impondría la hipoteca). Y es claro que en nuestro Derecho puede asegurarse con hipoteca tanto una obligación de una entidad solvente, como insolvente.

En definitiva, no deben rechazarse de forma general las condiciones que aluden a la situación patrimonial del deudor, y sus alteraciones, sobre la base de que el riesgo de decadencia patrimonial del deudor es un elemento estructural

de la hipoteca ⁽³¹⁾. Estas condiciones sólo deben rechazarse si, en su caso, incumplen las exigencias requeridas a las condiciones en nuestro Derecho para que se admitan como tales (por ejemplo, por ser puramente potestativas).

Como hemos visto, el establecimiento de estas condiciones puede beneficiar al acreedor, en la medida que su acaecimiento evidencia o anticipa una insuficiencia patrimonial que puede acabar en incumplimiento. Pero también puede beneficiar al deudor, pues el cumplimiento de la condición provocará los efectos previstos en cuanto a la virtualidad automática de la hipoteca (o ampliación automática de la responsabilidad hipotecaria) sin permitir al acreedor, adicionalmente, exigir el reembolso de la deuda o la ampliación de la garantía a otros bienes suficientes. El deudor hipotecario puede así beneficiarse de un cierto margen de maniobra, en caso de deterioro del valor del bien gravado, antes de que el deterioro sea tan grave que desencadene la resolución de la obligación asegurada, lo que constituye un legítimo interés, merecedor del respaldo de nuestro Derecho.

Por tanto, siempre que las condiciones a las que se sujete la eficacia de la hipoteca no aludan al incumplimiento de la obligación de pago o cualquier otra obligación del deudor hipotecario (sea principal o no), sino que se basen en la valoración de la capacidad de repago de un activo concreto (la idoneidad del bien gravado para generar rentas suficientes para permitir la amortización de la deuda), con independencia de que el deudor hipotecario sea o no solvente, pague o no, y cumpla o incumpla sus restantes obligaciones contractuales, deberían ser admitidas (por ejemplo, situaciones que reflejen una merma del pro-

(31) La Comisión Nacional de Criterios de Calificación del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España emitió informe el 6 de julio de 2004, sobre consulta formulada por la Registradora de Ordenes en el que propone asimilar todas las condiciones que tomen en consideración la situación patrimonial del deudor como “condiciones iuris” o elemento estructurante del derecho de hipoteca que no pueden aislarse con pretensión de suspender su eficacia. El informe no se pronuncia expresamente en contra de la licitud e inscribibilidad de las hipotecas condicionales, de forma general, sino simplemente de la inscripción de las condiciones establecidas en el caso concreto por incumplir las exigencias impuestas a las condiciones para el acceso al registro. De hecho, el informe, pese a no reconocer directamente aplicables a la hipoteca condicional los artículos 143 de la LH y 238 del RH por ser el supuesto de hecho de esas normas la hipoteca en garantía de obligación condicional y no la hipoteca condicional, se ve forzado a admitir la aplicación analógica de los mismos a esta última, aplicándose directamente el artículo 23 de la LH: “Rechazada la posibilidad de inscripción de la condición suspensiva tal como está configurada, no abordamos la forma de consignación registral del cumplimiento de la misma, aunque no consideramos aplicables directamente los artículos 143 de la Ley Hipotecaria y 238 del Reglamento, más que en su caso analógicamente, porque el supuesto de hecho de estas normas se refieren (sic) a hipoteca en garantía de obligación sujeta a condición suspensiva y no de hipoteca sujeta a condición suspensiva a la que aplicaría directamente el artículo 23 de la Ley Hipotecaria”.

pio valor intrínseco del bien hipotecado, sin que medie culpa del deudor o perjuicios sobrevenidos sobre el negocio desarrollado sobre dicho bien, o que difieran a la baja de las circunstancias existentes o estimadas como presumibles en el momento de extenderse el crédito asegurado o surgir la obligación garantizada).

Es usual que si la situación patrimonial del deudor o de sus garantes se deteriora, el acreedor busque o procure una protección adicional a su crédito, pudiendo imponer la pérdida del beneficio del plazo (a lo que tiene derecho, conforme al artículo 1129.3.º CC), la sustitución del fiador (artículo 1829 CC), la ampliación de la hipoteca a otros bienes suficientes (artículo 29 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario), por citar sólo unos cuantos. En los casos de hipoteca condicional, este legítimo interés del acreedor, merecedor de protección legal como se ha visto, se modula a costa del deudor hipotecario, mediante la ampliación automática de la responsabilidad hipotecaria o la eficacia automática de la hipoteca concertada, impidiendo así el deudor que el acreedor exija el reembolso anticipado del crédito por la mera ocurrencia de esos hechos, lo que sin duda alguna, le interesa.

Al contrario que el riesgo de incumplimiento del deudor, que es una “condicio iuris” de la hipoteca, el riesgo de disminución de la integridad o suficiencia de la garantía, no es un elemento fundamental de la hipoteca. El hecho de que el legislador atribuya al acreedor hipotecario en ciertos casos, como una de las facultades de defensa y conservación del derecho real de garantía, la llamada acción de devastación, tendente a reprimir o reparar el menoscabo que pueda sufrir el bien sobre el que se ha constituido aquel derecho, no significa necesariamente que no pueda atribuirsele otras consecuencias, por voluntad de las partes.

Así la DGRN ha admitido, también por voluntad convencional, la facultad de dar por vencido anticipadamente el crédito para el caso de disminución del valor de las garantías por causas objetivas y lograr, a través de su inscripción registral, hacerla oponible a terceros (Resolución DGRN de 12 de julio de 2000, RJ 2000\5862; 26 de diciembre de 1990, RJ 1990/10497; 14 de enero de 1991, RJ 1991/588; 24 de abril de 1992, RJ 1992/3374; 17 de marzo de 1994, RJ 1994/2024; 30 de enero de 1998, RJ 1998/5220; 13 de junio de 2000, RJ 2000/7335 ó 22 de marzo de 2002, RJ 2002/2188, entre otras muchas). La doctrina de la DGRN “no sólo ha admitido la modulación por vía de pacto del vencimiento anticipado que establece el artículo 1129.3.º del Código Civil para concretar el grado de quebranto o pérdida de valor de los bienes que se configure como disminución de la garantía, sino también que a su amparo puedan establecerse como causas de vencimiento anticipado pérdidas o disminuciones

del valor de los bienes producidas con independencia de la existencia o no de culpabilidad del deudor o propietario (cfr. Resoluciones DGRN de 23 y 26 de octubre de 1987, 16 de marzo y 26 de diciembre de 1990, RJ 1990, 2301 y 10497, respectivamente), siempre que cumplan unas exigencias mínimas como la concreción de la disminución del valor que la determine (cfr. Resolución DGRN de 8 de noviembre de 1993) y que la misma no quede al arbitrio de una de las partes (cfr. Resolución de 4 de julio de 1984”).

La Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1999 (RJ 1999/2371) negó la validez del pacto inserto en la escritura de hipoteca por el que se facultaba al acreedor a dar por vencido el préstamo en caso de evidencia de cargas o gravámenes preferentes no consentidos, por conculcación (alegada) de los artículos 127 y 135 de la LH, y por entender el Supremo en esta sentencia que el plazo de las obligaciones ha de entenderse señalado, conforme al artículo 1127 del CC, en beneficio de ambas partes.

La doctrina ⁽³²⁾ ha criticado duramente la “ratio decidendi” de esta sentencia ⁽³³⁾. Pero es que incluso dicha sentencia polémica admite la validez de los pactos de vencimiento anticipado que respondan a una pérdida o disminución de la garantía, tanto la genérica derivada de la responsabilidad universal del deudor, como las que se hubieran previsto especialmente por las partes al afirmar:

“(…) siempre que las deudas estén suficientemente garantizadas, no serán exigibles hasta que el plazo venza. Y cuando se debilitan las garantías es cuando debe precipitarse el cumplimiento de la obligación para evitar posibles insolvencias del deudor.”

La doctrina de la DGRN ⁽³⁴⁾ a este respecto es clara, denegando la inscripción de las cláusulas convencionales de vencimiento anticipado cuando su causa manifieste una situación de desequilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, y exigiendo que los supuestos de vencimiento anticipado convencional compartan el fundamento y la razón de los de carácter legal: la pérdida

⁽³²⁾ Véase DE LA REINA TARTIÈRE, G., *La prioridad en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria*, Ed. Aranzadi, Navarra, 2002, p. 79.

⁽³³⁾ Quizá con la única excepción de MENÉNDEZ HERNÁNDEZ en *La reciente Ley de Enjuiciamiento Civil y los pactos de vencimiento anticipado en los contratos de préstamo hipotecario* (por lo demás, ponente de dicha sentencia).

⁽³⁴⁾ Véanse, a este respecto, las Resoluciones de la DGRN de 23 de octubre de 1987, RJ 7660; 28, 29 y 30 de enero de 1998, RJ 279, 280 y 5220, respectivamente; o 2 de febrero de 1998, RJ 1998/5221. En idéntico sentido, DE LA REINA TARTIÈRE, G., *La Prioridad en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria*, op. cit., página 80.

de la confianza en la relación y la consecuente alteración de la base económica del contrato.

Y debe aceptarse con facilidad que, si puede establecerse válidamente como causa de vencimiento anticipado de la deuda (y, por tanto, de ejecución de la hipoteca), la disminución o quebranto objetivo del valor de la cosa dada en garantía si la parte prestataria no ampliase la hipoteca a otros bienes suficientes (como se declara, entre otras muchas, en las Resoluciones de la DGRN de 26 de diciembre de 1990, RJ 1990/10497, de 14 de enero de 1991, RJ 1991/588 ó 12 de julio de 1996, RJ 1996/5613), no debería plantearse reparo alguno a que pueda usarse esa misma circunstancia como condición para la ampliación de la responsabilidad asegurada por la cosa hipotecada o de la eficacia misma de la hipoteca. Existe en esta pretensión una “razón justificada suficiente”, un fundamento perfectamente equiparable al inherente a las causas de vencimiento anticipado consagradas legalmente (artículo 1129 del CC).

Análogo razonamiento puede hacerse respecto de la condición usada en ocasiones consistente en que las rentas del bien hipotecado desciendan por debajo de un determinado umbral, o la consistente en que dejen de existir sobre el bien hipotecado contratos de arrendamiento válidos que reúnan las condiciones (plazo mínimo, renta mínima, etcétera) acordadas por las partes. Adviértase que la Resolución de la DGRN de 15 de febrero de 2002 (RJ 2002/5818) citada, admite la validez sustantiva —o sea, conforme a derecho civil— de una condición inserta en la compraventa de un “apartahotel” consistente en que “cualquiera de las partes intervinientes proporcione, con las condiciones contractuales expresadas en dicha escritura, un arrendatario, cesionario o explotador que alquile la totalidad del complejo”, por más que rechace su inscripción registral en el caso concreto por carecer de certidumbre (plazo).

6. Verificación de las condiciones

Como en los demás derechos reales condicionados, y a fin de proporcionar seguridad al tráfico jurídico, el cumplimiento o no de la condición ha de tener acceso al registro.

De acuerdo con el artículo 23 de la LH, la constatación registral se puede producir mediante una nota marginal que confirme la consumación (o no) de la adquisición del derecho de hipoteca, nota que se practicará respecto a la correspondiente inscripción de la hipoteca condicionada. En caso de que lo que se haya de verificar sea la falta de cumplimiento de la condición (por ejemplo si se ha establecido un plazo para su cumplimiento), la actuación del registro será la de proceder a la cancelación de la inscripción en cuestión.

Dada la importancia que tiene la inscripción del cumplimiento de la condición para el acreedor hipotecario condicional, resulta necesario establecer de

manera detallada cuál es el procedimiento que debe seguirse. Tanto para cancelar un derecho sometido a condición suspensiva como para consolidarlo, es preciso acreditar el hecho en que consiste dicha condición, que es lo que determinará la realización de la mutación jurídico-real a inscribir, sin que el hecho de que no conste en el registro lo contrario sea suficiente⁽³⁵⁾.

La documentación necesaria dependerá de cuál es la condición cuyo cumplimiento o no se pretende demostrar. En principio, y de acuerdo con el artículo 238 del RH, éste puede hacerse mediante documento público, solicitud firmada por ambas partes con firmas legitimadas (o firmas ratificadas ante el registrador), solicitando la extensión de la nota marginal y expresando claramente los hechos que deban dar lugar a ella.

Cabe también la inscripción mediante resolución judicial que determine el cumplimiento o no, generalmente ocasionado por la negativa del titular de alguno de los derechos (tanto el propietario que resultará gravado por la hipoteca, como el titular de ésta).

En cuanto a la legitimación para solicitar la anotación del cumplimiento de una condición, la DGRN tiene establecido⁽³⁶⁾ que no puede derivarse de la sola afirmación que en tal sentido formule la parte negocial en cuyo beneficio había de producirse la inscripción, incluso aunque así se hubiese estipulado en el documento del que trae su inscripción. Tal afirmación debe entenderse en el sentido de que el cumplimiento de la condición y su acreditación no debe quedar al arbitrio de una de las partes, pues no sería una auténtica condición, y no en el de negar la posibilidad de que una de las partes pueda, siguiendo un procedimiento previamente pactado, presentar en el registro las evidencias relevantes de que se ha cumplido la condición, pudiendo quedar este hecho determinado por un tercero independiente o por la notoriedad del hecho.

IV. TRATAMIENTO FISCAL

Sin duda el tratamiento fiscal de las hipotecas condicionadas es uno de los aspectos más interesantes del mismo, como ha señalado la doctrina⁽³⁷⁾, y, quizá, uno de los que pueda motivar su utilización. Al mismo tiempo, este motivo ha

(35) Resolución de la DGRN de 16 de mayo de 1998 (RJ 1998\4117).

(36) Resolución de la DGRN de 30 de julio de 1992 (RJ 1992\6544).

(37) CARRASCO PERERA, A. y Otros, *Tratado de los Derechos de Garantía*, Ed. Aranzadi, 2002, p. 487.

ocasionado el reproche a las hipotecas condicionadas al calificarlo de “artificio-so pacto”⁽³⁸⁾.

En efecto, el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (Modalidad Actos Jurídicos Documentados) grava la constitución de hipotecas, de toda hipoteca, con tal de que se constituya en escritura pública (lo que, por otra parte, en el caso de hipotecas inmobiliarias, es requisito para su acceso al registro y, dado el carácter constitutivo de la inscripción, requisito de validez, “ex” artículo 1875 del CC y 145 de la LH) (artículo 30 del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados). Toda hipoteca, incluso la condicional, está gravada con este impuesto.

Sin embargo, de acuerdo con el artículo 2.2 del Real Decreto Legislativo 1/1993, el devengo y liquidación del impuesto, en el caso de negocios sometidos a condición suspensiva, se difiere al momento del cumplimiento de ésta, en tanto que en los sujetos a condición resolutoria “se exigirá el impuesto, desde luego, a reserva, cuando la condición se cumpla, de hacer la oportuna devolución”. Así se ha confirmado en múltiples ocasiones; véase entre otras⁽³⁹⁾ la Resolución del Tribunal Económico-Administrativo Central de 5 de abril de 1995 (JT 1995\706).

Por lo tanto, en el supuesto de las hipotecas sometidas a condición suspensiva, la exigibilidad del impuesto surge no con el otorgamiento de la escritura, sino al tiempo del cumplimiento de la condición, momento a partir del cual empieza a contar el plazo para su abono. El interés de la hacienda pública no queda defraudado, pues el mismo artículo antes citado arbitra las medidas a tomar —aplazamiento de la liquidación, anotación registral— a fin de que, en el momento en que pretenda hacerse efectivo el derecho, por haberse cumplido la condición se abone el impuesto correspondiente.

(38) ÁVILA NAVARRO, P., *Comentarios a la Jurisprudencia Registral*, tomo I, Ed. Bosch, Barcelona, 2003, p. 72.

(39) Asimismo, véanse otras tales la Resolución del TEAC de 10 marzo 1993 (JT 1993, 508), la Resolución del TEAC de 10 marzo 1994 (JT 1994, 508), la Sentencia de la Audiencia Nacional de 15 marzo 1994 (JT 1994, 276) y la Sentencia del TSJ Murcia 43/1994, de 24 marzo (JT 1994, 309), todas ellas citadas en *El devengo en el ITP y AJD en el supuesto de transmisiones sujetas a condición suspensiva [Comentario a la Res. TEAC 5 abril 1995 (JT 1995, 706)]*, en *Jurisprudencia Tributaria Aranzadi*, vol. II, Parte Presentación, p. 1238-1240, editorial Aranzadi, 1995.

V. OTROS ASPECTOS

Finalmente conviene destacar, como aspecto negativo a tener en cuenta, que la hipoteca sujeta a condición suspensiva no tiene el mismo tratamiento en materia de cobertura del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito que la hipoteca ordinaria, de conformidad con lo establecido en la Orden Ministerial de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito, dictada en desarrollo del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. En efecto, el artículo 3.º de dicha Orden considera activos con una ponderación del 50 por 100, los “créditos íntegramente garantizados con hipotecas sobre viviendas que ocupe o vaya a ocupar el prestatario o que vaya éste a ceder en arrendamiento”, entendiéndose que “los créditos se considerarán íntegramente garantizados cuando las hipotecas cumplan los requisitos exigidos por la legislación del mercado hipotecario para servir de garantía a los valores emitidos en su marco, (o sea, ‘garantizados, en todo caso, por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca’, que no excedan ‘del setenta por ciento del valor de tasación del bien hipotecado’ o del 80 por 100 ‘cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas’ conforme impone el artículo 5 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario) o cuando teniendo como garantía hipotecaria viviendas terminadas, el riesgo vivo sea inferior al 80 por 100 del valor de tasación de las mismas”. Ese mismo artículo 3.º de la Orden Ministerial, por el contrario, atribuye ponderación del 100 por 100 a los demás “activos representativos de créditos no mencionados en los números precedentes”. Por tanto, versando una hipoteca condicionada y otra “clásica” sobre dos viviendas iguales y en garantía de dos préstamos iguales, ocurriría que el riesgo derivado de la primera tiene una ponderación más alta y, por tanto, más costosa para el financiador en materia de consumo de recursos propios, que el de la segunda.

Por otro lado, la hipoteca condicional no protege al acreedor hipotecario frente al incumplimiento de la obligación asegurada más que si y cuando la condición se cumple.

Y por eso, pensamos que no es previsible la generalización del uso de la hipoteca sujeta a condición suspensiva en perjuicio de las hipotecas “clásicas”. No es razonable pensar que vaya a usarse más una garantía que protege más y es menos costosa para el acreedor en términos de cobertura de recursos propios (hipoteca clásica), que una garantía que protege menos y es más costosa en materia de recursos propios (hipoteca sujeta a condición suspensiva), aun cuando la segunda pueda tener la ventaja del aplazamiento (o la supeditación al cumplimiento de la condición) del Impuesto de Operaciones Societarias y Ac-

tos Jurídicos Documentados (modalidad Actos Jurídicos Documentados), que no su dispensa, ni su exención.

VI. CONCLUSIONES

Aunque nuestro Derecho no reconoce expresamente la posibilidad de someter la hipoteca a condición, ninguna previsión legal lo niega. Tampoco parece ser rechazable por sus efectos en el tráfico jurídico, pues nuestro Derecho acoge otras situaciones que, siendo distintas, producen efectos similares (en particular, la hipoteca en garantía de obligaciones condicionales y la hipoteca unilateral). Por lo tanto, en nuestra opinión, debe admitirse en nuestro Derecho la posibilidad de sujetar la hipoteca a condición suspensiva.

Las condiciones a las que se puede sujetar la hipoteca han de reunir las características establecidas en los artículos 1113 y ss. del CC. No es posible fijar como condición lo que no es más que un elemento estructural o “condicio iuris” de la existencia del derecho de hipoteca, como el incumplimiento de la obligación garantizada. La condición debe presentar la “razonabilidad o justificación suficiente” que, en todo negocio condicional que afecte a un derecho real inscribible, se exige para autorizar la mayor inseguridad, el impacto en el tráfico y la incertidumbre que el negocio condicional, pendiente la condición, impone.

Superadas estas dificultades, las hipotecas condicionadas pueden constituirse en un producto complejo con importantes ventajas, tanto sustantivos (las partes no desean dar hipoteca en firme desde el primer momento), como registrales (prioridad) y fiscales (diferimiento del devengo del impuesto de actos jurídicos documentados en tanto que no se cumpla la condición). Al mismo tiempo, presenta inconvenientes relevantes, tanto desde el punto de vista de la garantía que otorgan al acreedor hipotecario (muy limitada en tanto no se cumpla la condición), como de los efectos de cobertura de recursos propios de las entidades de crédito. Por lo tanto, es probable que en el futuro se utilice como hasta ahora en operaciones entre empresarios y dentro de unos cauces muy delimitados.

DOCUMENTOS

CÓDIGO DE FUNDAMENTOS DE CONDUCTA PARA LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA ⁽¹⁾

SUMARIO

- I. CALIDAD E INTEGRIDAD DEL PROCESO DE CALIFICACIÓN.
 - 1. Calidad del proceso de calificación.**
 - 2. Supervisión y actualización.**
 - 3. Integridad del proceso de calificación.**

 - II. INDEPENDENCIA DE LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y EVITACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS.
 - 1. General.**
 - 2. Procedimientos y políticas de la Agencia de Calificación Crediticia.**
 - 3. Independencia de los analistas y de los empleados de la Agencia de Calificación Crediticia.**

 - III. RESPONSABILIDADES DE LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA ANTE EL PÚBLICO INVERSOR Y LOS EMISORES.
 - 1. Transparencia y oportunidad de la publicación de las calificaciones.**
 - 2. El tratamiento de la información confidencial.**

 - IV. TRANSPARENCIA DEL CÓDIGO DE CONDUCTA Y COMUNICACIÓN CON LOS PARTÍCIPES DEL MERCADO.
-

⁽¹⁾ Documento traducido y anotado por Alberto Javier Tapia Hermida (Profesor Titular de Derecho Mercantil).

PRESENTACIÓN

El Código de Conducta del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) de diciembre de 2004 ⁽²⁾ tiene tres partes: la introducción, los términos y el Código de Conducta en sentido estricto. Este último se plasma en una serie de medidas a las que las Agencias de Calificación Crediticia (en adelante, ACCs) deberían adherirse públicamente mediante códigos de conducta propios, que se orienten, también, por los Principios establecidos por la misma Organización en septiembre de 2003.

A continuación incluimos una traducción al español de dichas medidas indicando, a pie de página, las concordancias con los Principios incluidos en la Declaración de Principios relativos a las Actividades de las Agencias de Calificación Crediticia de 25 de septiembre de 2003 (que se traducen al español) y con los apartados correspondientes del Informe sobre las Actividades de las Agencias de Calificación Crediticia de septiembre de 2003 (de los que se ofrece una síntesis ⁽³⁾):

I. CALIDAD E INTEGRIDAD DEL PROCESO DE CALIFICACIÓN ⁽⁴⁾

1. Calidad del proceso de calificación

1.1. La ACC debería adoptar, ejecutar y hacer cumplir procedimientos escritos para garantizar que las opiniones que divulga están basadas en un

⁽²⁾ The Technical Comité of the Internacional Organization of Securities Commissions (IOSCO), “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”.

⁽³⁾ V. una descripción de estos documentos en la noticia sobre la “Armonización Internacional del Estatuto de las Agencias de Rating: Documentos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores y del Comité de Comisiones de Valores Europeas”, *RDBB* n.º 99, 2005, p. 247 y ss.

⁽⁴⁾ El Principio n.º 1 establece, bajo el mismo título de “calidad e integridad del proceso de calificación” lo siguiente: “Las ACCs deberían esforzarse en emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de información entre prestatarios, prestamistas y otros partícipes del mercado”.

El Informe (página 16) explica la razón de este Principio diciendo que el valor de una calificación crediticia para los inversores reside en su claridad y en el hecho de que se base en un análisis suficientemente completo de la información disponible para que aquellos puedan adoptar sus decisiones de inversión. Por ello, a largo plazo, las ACCs que no consiguen proporcionar a los inversores unas calificaciones analíticas, claras y útiles, fracasan en su actividad y, en el corto plazo, una ACC que no mantenga altos niveles de calidad e integridad en sus procesos de

análisis completo de toda la información conocida por la ACC que sea relevante para sus análisis de acuerdo con la metodología de calificación publicada por la ACC ⁽⁵⁾.

1.2. La ACC debería utilizar metodologías de calificación que sean rigurosas, sistemáticas y, donde ello sea posible, conducentes a calificaciones que puedan ser sometidas a algún tipo de convalidación objetiva sobre la base de la experiencia histórica ⁽⁶⁾.

1.3. Al evaluar la solvencia de un emisor, los analistas implicados en la preparación o revisión de cualquier acción de calificación deberían utilizar las metodologías establecidas por la ACC. Los analistas deberían aplicar una metodología dada de manera consistente, en la forma determinada por la ACC ⁽⁷⁾.

1.4. Las calificaciones crediticias deberían ser asignadas por la ACC y no por cualquier analista individual empleado por la ACC; las calificaciones deberían reflejar toda la información conocida y considerada relevante para la ACC, consistente con su metodología publicada; y la ACC debería emplear personas que, individual o colectivamente, tengan conocimiento apropiado y experiencia en el desarrollo de una opinión de calificación adecuada al tipo de crédito al que se aplique.

calificación puede contribuir a crear entre los inversores una falsa sensación de certidumbre sobre los riesgos que asumen cuando invierten en determinados valores de renta fija y, por ello, lejos de contribuir a la transparencia del mercado, colaboran a hacerlo menos transparente. En consecuencia, este Principio 1 y los Subprincipios 1.1 a 1.6 pretenden promover la calidad e integridad de los procesos de calificación para que sean útiles a los inversores y puedan ser usados como criterios de contraste de la calidad de las calificaciones crediticias. Por lo anterior, el Principio 1 ocupa un lugar esencial al estar destinado a facilitar la capacidad de las ACCs para proporcionar opiniones y análisis que ayuden a reducir las asimetrías informativas entre los emisores y los inversores que inciden directamente en el coste del capital que los primeros deben pagar.

⁽⁵⁾ La primera parte del Principio 1.1 señala: “Las ACCs deberían adoptar y ejecutar procedimientos escritos y metodologías que garanticen que las opiniones que emitan están basadas en un análisis completo y leal de toda la información relevante disponible para la ACC, y que los analistas de la ACC desarrollan sus deberes con integridad”.

⁽⁶⁾ La segunda parte del Principio 1.1 establece: “Las metodologías de calificación de la ACC deberían ser rigurosas y sistemáticas y las calificaciones de la ACC deberían estar sujetas a alguna forma de convalidación basada en la experiencia histórica”.

⁽⁷⁾ El Principio 1.5 dice: “Los analistas empleados por las agencias de calificación deberían utilizar las metodologías establecidas por la ACC y ser profesionales, competentes y de elevada integridad”.

1.5. La ACC debería mantener registros internos que permitieran soportar sus opiniones crediticias durante un período de tiempo razonable o en función de la legislación aplicable ⁽⁸⁾.

1.6. La ACC y sus analistas deberían adoptar medidas para evitar la emisión de cualesquiera análisis o informes crediticios que contengan falsedades o cualquier otro tipo de engaños sobre la solvencia general de un emisor o de una obligación.

1.7. La ACC debería garantizar que tiene y dedica recursos suficientes para desarrollar unas calificaciones crediticias de alta calidad para todas las obligaciones y emisores que califique. Cuando decida calificar o seguir calificando una obligación o emisor, ella debería evaluar si es capaz de dedicar personal suficiente con recursos bastantes para hacer una calificación crediticia adecuada y si su personal probablemente tendrá acceso a información suficiente que sea necesaria para realizar tal evaluación ⁽⁹⁾.

1.8. La ACC debería estructurar sus equipos de calificación para promover la continuidad y evitar interrupciones en el proceso de calificación.

2. Supervisión y actualización ⁽¹⁰⁾

1.9. Salvo en las calificaciones que claramente indiquen que no suponen la vigilancia continuada, una vez que la calificación sea publicada, la ACC debería supervisar de manera continua y actualizar la calificación mediante:

- a) la revisión regular de la solvencia del emisor;
- b) el inicio de una revisión del nivel de la calificación cuando conozca cualquier información que pueda conducir razonablemente a una acción de calificación (incluyendo la terminación de una calificación), de acuerdo con la metodología de calificación aplicable; y

⁽⁸⁾ El Principio 1.3 dice: “Las ACCs deberían mantener registros internos para soportar sus calificaciones”.

⁽⁹⁾ El Principio 1.4 dice: “Las ACCs deberían tener recursos suficientes para desarrollar calificaciones crediticias de alta calidad. Deberían tener personal suficiente para evaluar las entidades que califican, obtener la información que necesiten para hacer la evaluación y analizar toda la información relevante para sus procesos de decisión”.

⁽¹⁰⁾ El Principio 1.2 señala: “Las ACCs deberían supervisar de forma continuada y actualizar regularmente un análisis y calificación una vez que la calificación sea emitida siempre que se ponga a disposición nueva información que lleve a la ACC a revisar o terminar su opinión”.

c) la actualización periódica de la calificación, cuando resulte apropiada, basada en los resultados de tal revisión.

1.10. En los casos en que una ACC ponga a disposición del público sus calificaciones, la ACC debería anunciar públicamente si deja de calificar a un emisor o a una obligación. En los casos en los que las calificaciones de una ACC se faciliten sólo a sus suscriptores, la ACC debería anunciar a sus suscriptores si deja de calificar a un emisor u obligación. En ambos casos, las publicaciones sucesivas por la ACC de la calificación interrumpida deberían indicar la fecha en la que la calificación fue actualizada por última vez y el hecho de que la calificación no será actualizada en lo sucesivo.

3. Integridad del proceso de calificación

1.11. La ACC y sus empleados deberían cumplir con todas las leyes aplicables y las regulaciones que ordenen sus actividades en cada jurisdicción en la que actúen.

1.12. La ACC y sus empleados deberían comportarse recta y honestamente con los emisores, inversores, otros partícipes del mercado y el público.

1.13. Los analistas de la ACC deberían mantener niveles elevados de integridad y la ACC no debería emplear a personas cuya integridad esté manifiestamente comprometida.

1.14. La ACC y sus empleados no deberían dar, implícita o explícitamente, ninguna certeza o garantía de una calificación determinada antes de una evaluación de calificación. Ello no excluye que una ACC desarrolle evaluaciones prospectivas utilizadas en las financiaciones estructuradas y transacciones similares.

1.15. La ACC debería establecer políticas y procedimientos que determinen claramente una persona responsable de supervisar el cumplimiento por la ACC y por sus empleados de las previsiones de su código de conducta y de las leyes y regulaciones aplicables. Las líneas de información y la retribución de esta persona deberían ser independientes de las operaciones de calificación de la ACC.

1.16. En cuanto conozca que otro empleado o entidad que esté bajo control común con la ACC ha desarrollado o está desarrollando una conducta ilegal, no ética o contraria al código de conducta de la ACC, todo empleado de una ACC debería comunicar tal información inmediatamente a la persona encargada del cumplimiento normativo o a un directivo de la ACC, según corresponda, para que se adopte la actuación oportuna. No se presume necesariamente

te que los empleados de una ACC sean expertos en derecho, sin embargo se espera que dichos empleados informen de las actividades que cuestionaría una persona razonable. Cualquier directivo de una ACC que reciba un informe semejante de un empleado está obligado a adoptar la actuación apropiada, según se determine por las leyes y regulaciones de la jurisdicción y por las reglas y líneas de actuación establecidas por la ACC. Los gestores de la ACC deberían prohibir que se tomen represalias por otro miembro del personal de la ACC o por la misma ACC contra los empleados que, de buena fe, hagan tales informes.

II. INDEPENDENCIA DE LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y EVITACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS ⁽¹¹⁾

1. General

2.1. La ACC no debería abstenerse o evitar realizar una acción de calificación sobre la base del efecto potencial (económico, político o de otro tipo) de la acción sobre la ACC, un emisor, un inversor u otro partícipe del mercado.

2.2. La ACC y sus analistas deberían utilizar el cuidado y la diligencia profesional para mantener tanto la sustancia como la apariencia de independencia y objetividad.

(11) El Principio 2 establece, bajo el título de “Independencia y conflictos de interés”, lo siguiente: “Las decisiones de calificación de la ACC debería ser independientes y libres de presiones políticas o económicas y de conflictos de interés que puedan derivarse de la estructura de propiedad, de los negocios o de las actividades financieras de la ACC, o de los intereses financieros de los empleados de la ACC. Las ACCs debería, en cuanto sea posible, evitar actividades, procedimientos o relaciones que puedan comprometer o parecer que comprometen la independencia y objetividad de las operaciones de calificación crediticia”.

El Informe (página 17) explica este Principio diciendo que el respeto que a los inversores merecen las opiniones de una ACC depende, en gran medida, de su confianza en que esas opiniones no están indebidamente influidas por factores ajenos a la evaluación del crédito, por lo que los conflictos de interés o cualquier otro factor que dañe la independencia analítica de una ACC puede socavar la confianza de los inversores en sus opiniones y calificaciones y, con ella, su confianza general en la transparencia e integridad del mercado de valores. Por lo anterior, el Principio 2 y los Subprincipios 2.1 a 2.5 pretenden reforzar la independencia analítica y la integridad del proceso de calificación que realizan las ACCs, con especial atención a la prevención de los conflictos de intereses que pueden afectar tanto a dichas ACCs como a sus directivos y empleados. La preservación de la independencia de las ACCs frente a las influencias externas y los conflictos de interés que pueden surgir de las vinculaciones financieras con los emisores calificados o de las negociaciones del personal de aquellas sobre valores calificados resulta esencial para que los inversores confíen en que las calificaciones no proceden de informaciones contaminadas por prejuicios. Por lo anterior, los Principios 2.1 a 2.6 abarcan desde la adopción de mecanismos y procedimientos normalizados para identificar los conflictos de interés actuales y potenciales y eliminar o mitigar sus efectos hasta la prohibición de negociaciones sobre valores calificados y vínculos financieros que pueden socavar la independencia de las ACCs.

2.3. La determinación de una calificación crediticia debería estar influida sólo por factores relevantes para la evaluación crediticia⁽¹²⁾.

2.4. La calificación crediticia que la ACC asigna a un emisor o valor no debería resultar afectada por la existencia de una relación de negocio, actual o potencial, entre la ACC (o sus filiales) y el emisor (o sus filiales) o con cualquier otra parte; ni por la inexistencia de tal relación⁽¹³⁾.

2.5. La ACC debería separar, operativa y legalmente, sus negocios de calificación crediticia y sus analistas de cualquier otra actividad de la ACC, incluyendo negocios de consultoría, que puedan presentar un conflicto de interés. La ACC debería garantizar que las actividades auxiliares que no presenten necesariamente conflictos de interés con la actividad de calificación de la ACC se desarrollen con procedimientos y mecanismos destinados a minimizar la posibilidad de que aquellos conflictos de interés nazcan.

2. Procedimientos y políticas de la Agencia de Calificación Crediticia

2.6. La ACC debería adoptar procedimientos y mecanismos internos por escrito que (1) identifiquen y (2) eliminen, o gestionen y pongan de manifiesto, como resulte apropiado, cualesquiera conflictos de interés actuales o potenciales que puedan influir en las opiniones y análisis que la ACC haga o en el juicio y los análisis de las personas que la ACC emplee que influyan en las decisiones de calificación. El código de conducta de la ACC también debería establecer que la ACC hará públicas dichas medidas de prevención y gestión de conflictos⁽¹⁴⁾.

2.7. Las manifestaciones de la ACC sobre los conflictos de interés actuales y potenciales deberían ser completas, oportunas, claras, concisas, específicas y relevantes.

(12) El Principio 2.5 dice: “La determinación de una calificación crediticia debería estar influida sólo por factores relevantes para la valoración crediticia”.

(13) El Principio 2.2 dice: “La calificación crediticia que una ACC asigna a un emisor no debería estar afectada por la existencia de una relación de negocios actual o potencial entre la ACC (o sus filiales) y el emisor o cualquier otra parte”.

(14) El Principio 2.1 dice: “Las ACCs deberían adoptar procedimientos y mecanismos internos por escrito para (1) identificar y (2) eliminar, o solventar y manifestar, como resulte apropiado, cualquier conflicto de interés actual o potencial que pueda influir en las opiniones y análisis de la ACC o en el criterio y análisis de las personas que la ACC emplea que tengan influencia en las decisiones de calificación. Se fomenta que las ACCs manifiesten tales medidas de prevención y gestión de conflictos”.

2.8. La ACC debería manifestar la naturaleza general de sus acuerdos de retribución con las entidades calificadas. En los casos en que una ACC reciba de una entidad calificada una retribución no relacionada con sus servicios de calificación, tal como una retribución por servicios de consultoría, la ACC debería manifestar la proporción entre esta retribución por servicios distintos de la calificación y la que percibe de la entidad por servicios de calificación⁽¹⁵⁾.

2.9. Ni la ACC ni sus empleados deberían involucrarse en ninguna negociación sobre valores o derivados que presenten conflictos de interés con las actividades de calificación de la ACC.

2.10. En los casos en los que las entidades calificadas (por ejemplo, gobiernos) hayan realizado o estén realizando simultáneamente funciones de supervisión sobre la ACC, la ACC debería utilizar para sus funciones de calificación empleados diferentes de los involucrados en aquellas funciones supervisoras.

3. Independencia de los analistas y de los empleados de la Agencia de Calificación Crediticia

2.11. Las líneas de información para los empleados de la ACC y sus acuerdos de retribución deberían estar estructurados para eliminar o gestionar de forma efectiva los conflictos de interés actuales o potenciales. El código de conducta de la ACC debería establecer también que un analista no será remunerado o evaluado sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la ACC obtiene de los emisores que dicho analista califica o con los que el analista actúa habitualmente⁽¹⁶⁾.

2.12. La ACC no debería tener empleados que estén directamente implicados en el proceso de calificación o que participen en él, participando en las discusiones sobre comisiones o pagos de las entidades que ellos califican.

(15) El Principio 2.6 dice: “Las ACCs deberían manifestar la naturaleza del acuerdo de remuneración que exista con un emisor que la ACC califique”.

(16) El Principio 2.4 dice: “Los sistemas de información para el personal de la ACC y sus acuerdos de retribución deberían estar diseñados para eliminar o gestionar de forma efectiva los conflictos de interés actuales o potenciales. Un analista de una ACC no debería ser remunerado o evaluado sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la ACC obtiene de los emisores que dicho analista evalúa o con la que el analista actúa”.

2.13. Ningún empleado de una ACC debería participar o influir de cualquier modo en la determinación de la calificación de una entidad u obligación si dicho empleado ⁽¹⁷⁾:

- a) posee valores o derivados de la entidad calificada, distintos de los poseídos a través de instituciones de inversión colectiva diversificada;
- b) posee valores o derivados de cualquier entidad relacionada con la entidad calificada, cuya propiedad pueda causar o ser percibida como causa de un conflicto de interés, distintos de los poseídos a través de instituciones de inversión colectiva diversificada;
- c) haya tenido un empleo reciente u otra relación de negocios significativa con la entidad calificada que pueda causar o ser percibida como causa de conflicto de interés;
- d) tenga una relación familiar directa (por ejemplo, cónyuge, pareja, padres, hijo, hermano) con quien trabaje actualmente para la entidad calificada; o,
- e) tenga o haya tenido cualquier otra relación con la entidad calificada o con otra relacionada con aquella que pueda causar o ser percibido como causa de conflicto de interés.

2.14. Los analistas de la ACC y cualquier otra persona involucrada en el proceso de calificación (o su cónyuge, pareja o hijos menores) no deberían comprar o vender o realizar cualquier transacción en un valor o derivado basado en un valor emitido, garantizado o soportado en cualquier forma por cualquier entidad en la que tal analista tenga una responsabilidad directa de análisis, distintos de los poseídos a través de instituciones de inversión colectiva diversificada.

2.15. Los empleados de la ACC deberían tener prohibido solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la ACC tenga relaciones empresariales y deberían tener prohibido aceptar regalos ofrecidos en forma de dinero o cualquier regalo que exceda de un valor monetario mínimo.

2.16. Cualquier analista de una ACC que se vea involucrado en cualquier relación personal que genere un conflicto de interés actual o potencial, aparente o real (incluyendo, por ejemplo, cualquier relación personal con un empleado

(17) El Principio 2.3 dice: "Las ACCs y su personal no debería involucrarse en ninguna negociación de valores o derivados que presenten conflictos de interés inherentes con las actividades de calificación de la ACC".

de una entidad calificada o agente de dicha entidad incluida en el área de su responsabilidad analítica), debería ser requerido para manifestar tal relación al administrador o directivo adecuado de la ACC, tal y como esté determinado en las políticas de cumplimiento de aquélla.

III. RESPONSABILIDADES DE LA AGENCIA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA ANTE EL PÚBLICO INVERSOR Y LOS EMISORES

1. Transparencia y oportunidad de la publicación de las calificaciones⁽¹⁸⁾

3.1. La ACC debería distribuir oportunamente sus calificaciones sobre las entidades y los valores que ella califica⁽¹⁹⁾.

3.2. La ACC debería publicar sus políticas de distribución de las calificaciones, informes y actualizaciones.

3.3. La ACC debería indicar respecto de cada calificación cuándo fue su última actualización.

3.4. Excepto en las “calificaciones privadas” entregadas sólo al emisor, la ACC debería publicar, de forma no selectiva y gratuita, cualquier calificación sobre valores emitidos públicamente, o sobre los emisores públicos, así como sobre las decisiones posteriores de interrumpir tal calificación, si la actua-

⁽¹⁸⁾ El Principio 3, bajo este mismo título de “Transparencia y oportunidad de la publicación de las calificaciones”, dice: “Las ACCs deberían hacer de la publicidad y la transparencia un objetivo en sus actividades de calificación”.

El Informe (páginas 17 y 18) explica el sentido de este Principio diciendo que las calificaciones crediticias debería ser publicadas de forma oportuna para que resulten útiles a los inversores de modo tal que la transparencia de los procesos de calificación —que abarca la información sobre los procedimientos, métodos y presunciones utilizados— beneficia tanto a los inversores como a los emisores porque permite que los primeros dispongan de información que les ayuda a evaluar la calidad de la opinión de una ACC al objeto de adoptar sus decisiones de inversión y porque reafirma la confianza de los emisores en la corrección del proceso de calificación y les anima a comunicar a las ACCs la información relevante para que emitan sus opiniones. Por lo tanto, el Principio 3 y los Subprincipios 3.1 a 3.5 pretenden ayudar a proporcionar a los inversores información oportuna sobre la calificación y los procedimientos, métodos y presunciones en las que se basa y sobre la calidad de las opiniones de una ACC a la vista de las experiencias históricas de su validez.

⁽¹⁹⁾ El Principio 3.1 dice: “Las ACCs deberían distribuir oportunamente sus decisiones de calificación sobre los valores de renta fija de oferta pública o sus emisores”.

ción calificadora está basada en todo o en parte en información relevante no pública ⁽²⁰⁾.

3.5. La ACC debería publicar información suficiente sobre sus procedimientos, métodos y presupuestos (incluyendo los ajustes de estados financieros que se desvíen significativamente de los contenidos en los estados financieros publicados por el emisor) de forma tal que los terceros puedan entender cómo se ha alcanzado una calificación por la ACC. Esta información incluirá (sin estar limitada a ello) el significado de cada categoría de calificación y la definición de incumplimiento de pago o recuperación, así como el horizonte temporal que la ACC utiliza cuando adopta una decisión de calificación ⁽²¹⁾.

3.6. Cuando emita o revise una calificación, la ACC debería explicar en sus notas de prensa e informes los elementos esenciales que subyacen a la opinión de calificación.

3.7. Cuando sea factible y apropiado, antes de emitir o revisar una calificación, la ACC debería informar al emisor sobre la información esencial y las principales consideraciones sobre las que aquella calificación se basará y dará al emisor una oportunidad de aclarar cualquier equívoco fáctico o sobre otros aspectos que la ACC debería conocer para alcanzar una calificación precisa. La ACC debería evaluar debidamente la respuesta. Cuando la ACC, en circunstancias particulares, no ha informado al emisor antes de remitir o revisar una calificación, la ACC debería informar al emisor tan pronto como sea posible y, por regla general, debería explicar la razón del retraso.

3.8. Para promover la transparencia y permitir el mejor juicio por el mercado de las calificaciones, la ACC, en los casos en que resulte posible, debería publicar información suficiente sobre la experiencia histórica de insolvencias de cada categoría de calificación y si los resultados de tales categorías han cambiado en el tiempo, para que las partes interesadas puedan entender el desarrollo histórico de cada categoría y si y cómo las categorías de calificación han cambiado, y puedan hacerse comparaciones cualitativas entre las calificaciones dadas por las diferentes ACCs. Si la naturaleza de la calificación u otras

⁽²⁰⁾ El Principio 3.2 dice: “Las ACCs deberían publicar, de forma no selectiva, cualquier calificación referida a valores de renta fija de oferta pública así como cualquier decisión posterior de interrumpir tal calificación si la misma se basa total o parcialmente en una información significativa que no sea pública”.

⁽²¹⁾ El Principio 3.3 dice: “Las ACCs deberían publicar información suficiente sobre sus procedimientos y métodos para que los terceros puedan entender cómo se ha llegado a una calificación por la ACC. Esta información incluirá (sin estar limitada a ello) el significado de cada categoría de calificación y la definición de insolvencia, así como el horizonte temporal que la ACC utiliza cuando adopta una decisión de calificación”.

circunstancias hacen que la experiencia histórica de insolvencias resulte inapropiada, estadísticamente inválidas o capaces de confundir de cualquier otra manera a los usuarios de las calificaciones, la ACC debería explicarlo ⁽²²⁾.

3.9. Para cada calificación, la ACC debería manifestar si el emisor ha participado en el proceso de calificación. Cada calificación no iniciada como consecuencia de una solicitud del emisor debería ser identificada como tal. La ACC debería manifestar sus políticas y procedimientos relativos a calificaciones no solicitadas ⁽²³⁾.

3.10. Dado que los usuarios de las calificaciones crediticias son conscientes de las metodologías, prácticas, procedimientos y procesos, la ACC debería dar la máxima transparencia a cualquier modificación de sus metodologías y prácticas, procedimientos y procesos significativos. En los casos en que sea factible y apropiado, la publicidad de dichas modificaciones sustanciales debería realizarse antes de su aplicación. La ACC debería considerar cuidadosamente los distintos usos de las calificaciones crediticias antes de modificar sus metodologías, prácticas, procedimientos y procesos significativos.

2. El tratamiento de la información confidencial ⁽²⁴⁾

3.11. La ACC debería adoptar procedimientos y mecanismos para la protección de la información confidencial que comparta con los emisores en los

⁽²²⁾ El Principio 3.4 dice: “Las ACCs deberían publicar información suficiente sobre la experiencia histórica de insolvencias de cada categoría de calificación y si los resultados de tales categorías han cambiado en el tiempo, para que las partes interesadas puedan entender el desarrollo histórico de cada categoría y si y cómo las categorías de calificación han cambiado”.

⁽²³⁾ El Principio 3.5 dice: “Las ACCs deberían manifestar si una calificación no ha sido solicitada”.

⁽²⁴⁾ El Principio 4, bajo el título de “Información confidencial”, establece: “Las ACCs deberían mantener reservada toda la información no pública comunicada a las mismas por un emisor, o sus representantes, en los términos previstos en un acuerdo de confidencialidad o en otra forma basada en el entendimiento recíproco de que la información se comparte de forma confidencial”.

El Informe (páginas 18 y 19) señala, respecto de este Principio, que en muchas ocasiones, los emisores pueden tener un conocimiento mayor que los inversores sobre los factores de riesgo vinculados a los valores de renta fija que emiten y que esta asimetría informativa tiende a incrementar el coste de captación de capital para los emisores, ya que los inversores insisten en ser compensados de las incertidumbres consiguientes. En este escenario, las ACCs pueden ayudar a reducir dicho coste mediante el análisis de la información pública disponible o a través de preguntas directas al emisor sobre sus operaciones, gestión y situación financiera. Sin embargo, los emisores pueden ser reacios a compartir con las ACCs información relevante que no es

términos previstos en un acuerdo de confidencialidad o en otra forma basada en el entendimiento recíproco de que la información se comparte de forma confidencial. Salvo que el acuerdo de confidencialidad lo permita y resulte consistente con las leyes y regulaciones aplicables, la ACC y sus empleados no deberían revelar información confidencial en notas de prensa, conferencias, a futuros empleados, o en conversaciones con inversores, otros emisores, otras personas o de cualquier otra forma ⁽²⁵⁾.

3.12. La ACC debería utilizar la información confidencial exclusivamente para los fines relacionados con sus actividades de calificación o de otro tipo de acuerdo con cualquier acuerdo de confidencialidad con el emisor ⁽²⁶⁾.

3.13. Los empleados de la ACC deberían adoptar todas cuantas medidas sean razonables para proteger del fraude, robo o mal uso cuantas propiedades y registros pertenezcan o estén en posesión de la ACC.

3.14. Los empleados de la ACC deberían tener prohibido implicarse en transacciones de valores cuando tengan información confidencial sobre el emisor de tales valores.

3.15. Para preservar la información confidencial, los empleados de la ACC deberían estar familiarizados con las políticas internas relativas a la negociación en valores establecidas por su empleador y acreditar periódicamente su cumplimiento en la forma exigida por tales políticas.

3.16. Los empleados de la ACC no deberían revelar de forma selectiva cualquier información que no sea pública sobre las opiniones de calificación o

pública si temen que dicha información no se mantendrá en términos confidenciales o será utilizada para otros usos distintos a la calificación crediticia. Por ello, tienen especial importancia los principios que garantizan la información confidencial. En consecuencia, el Principio 4 y los Subprincipios 4.1 y 4.2 pretenden incentivar la cooperación de los emisores con las ACCs mediante el establecimiento de procedimientos y mecanismos que protejan la información no pública frente a su conocimiento prematuro o frente a su utilización ajena a las actividades de calificación en sentido estricto. En todo caso, tales Principios no afectan a las obligaciones de transparencia que pueden tener los emisores conforme a las regulaciones financieras que les resulten aplicables. Asimismo, la suscripción por una ACC de un acuerdo de confidencialidad con un determinado emisor no debe conducir a limitar su capacidad de análisis ni su contribución a reducir las asimetrías informativas que puedan existir entre los emisores y los inversores.

⁽²⁵⁾ El Principio 4.1 dice: “Las ACCs deberían adoptar procedimientos y mecanismos para la protección de la información confidencial que comparta con los emisores en los términos previstos en un acuerdo de confidencialidad o en otra forma basada en el entendimiento recíproco de que la información se comparte de forma confidencial”.

⁽²⁶⁾ El Principio 4.2 dice: “Las ACCs deberían utilizar la información confidencial exclusivamente para los fines relacionados con sus actividades de calificación o de otro tipo de acuerdo con cualquier acuerdo de confidencialidad con el emisor”.

posibles acciones futuras de calificación de la ACC, excepto al emisor o sus representantes.

3.17. Los empleados de la ACC no deberían compartir información confidencial confiada a la misma con empleados de cualesquiera filiales que no sean ACCs. Los empleados de la ACC no deberían compartir información confidencial dentro de la ACC salvo en “situación de necesidad”.

3.18. Los empleados de la ACC no deberían usar o compartir información confidencial para negociar en valores o para cualquier otra finalidad salvo la propia de los negocios de la ACC.

IV. TRANSPARENCIA DEL CÓDIGO DE CONDUCTA Y COMUNICACIÓN CON LOS PARTÍCIPIES DEL MERCADO

4.1. La ACC debería publicar su código de conducta y describir cómo sus previsiones permiten ejecutar por completo las previsiones de los Principios de la OICV relativos a las actividades de las Agencias de Calificación Crediticia y del Código de la OICV de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Calificación Crediticia. Si un código de conducta de una ACC se desvía de las previsiones de la OICV, la ACC debería explicar dónde y por qué se producen tales desviaciones y cómo, a pesar de las mismas, se alcanzan los objetivos contenidos en las previsiones de la OICV. La ACC también debería describir genéricamente cómo pretende hacer efectivo su código de conducta y publicar oportunamente cualquier cambio que se produzca en el mismo y cómo se establece y hace cumplir.

4.2. La ACC debería establecer dentro de su organización una función encargada de comunicarse con los partícipes del mercado y con el público sobre cuantas cuestiones, asuntos o quejas pueda recibir. El objetivo de esta función debería consistir en ayudar a garantizar que los administradores y empleados de la ACC están informados de estas materias y son conscientes de las políticas organizativas establecidas por la misma.

JURISPRUDENCIA

DOLO COMO CAUSA DE CONSENTIMIENTO VICIADO Y DE NULIDAD DEL CONTRATO DE PRÉSTAMO PARA ADQUIRIR ACCIONES DE LA ENTIDAD DE CRÉDITO PRESTAMISTA

(STS 1/2005, de 17 de enero) ()*

DRA. M.^a DE LA SIERRA FLORES DOÑA

*Profesora Titular Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

FUNDAMENTOS DE DERECHO

En el presente recurso de casación, procede partir, primero, de la relación de hechos —“*quaestio facti*”— sintetizada en la sentencia de la Audiencia Provincial objeto del mismo y que es inamovible en casación, segundo, de la calificación jurídica —“*quaestio iuris*”— que es función del Tribunal de instancia y que en el presente caso es compartida por esta Sala y, tercero, de la resolución del tema, en que la sentencia de instancia declara la anulación del contrato por causa de dolo, lo cual sí es revisable en casación, aunque siempre partiendo de los hechos que declara.

La relación de hechos es la siguiente: con fecha 28 de febrero de 1989, D. Ricar-

do, demandado en la instancia y parte recurrida en casación, cliente del Banco Español de Crédito, celebró con este contrato de préstamo, es decir, en terminología bancaria, suscribió una “póliza de crédito personal”, por importe de cinco millones de pesetas y vencimiento el día 28 de febrero de 1993, lo que dio lugar a la apertura de la cuenta corriente núm. 162003/173, cuyos saldos dispuestos se pactó devengarían un interés nominal anual del 7 por cien; dicha póliza no fue intervenida por Corredor Colegiado de Comercio; el mismo día 28 de febrero de 1989 D. Ricardo suscribió una carta redactada en impreso de la entidad, en la que, con relación al crédito de referencia se decía que se destinaba el mismo a la compra de acciones de Banesto y asumía el

(*) Ponente: Excmo. Sr. D. Xavier O’Callaghan Muñoz.

compromiso firme de no vender las acciones hasta el día 1 de septiembre de 1992, a partir del cual se consideraba autorizado para vender, en cada uno de los seis meses siguientes y por sextas partes iguales, sólo la cantidad de títulos necesarios para la amortización del crédito con sus intereses, vencido y cancelado el cual, el sobrante de los títulos quedaría a su libre disposición, y al propio tiempo se comprometía a acudir a todas las ampliaciones de capital que pudieran efectuarse durante el período de vigencia del crédito, suscribiendo la totalidad de las acciones que le correspondieran, bien con medios propios o, en caso preciso, con la concesión de otro crédito por parte del Banco por el importe necesario para cubrir los desembolsos a efectuar, renunciando de forma irrevocable desde este momento a la venta de los derechos dimanantes de las acciones adquiridas con dicha operación; a la par, el importe de los dividendos sería abonado en la cuenta correspondiente al crédito y serían indisponibles, siendo su destino el pago de intereses del mismo en la parte que pudieran cubrir; por fin se expresaba que el incumplimiento de los compromisos contraídos según los párrafos anteriores facultaría al Banco para dar por vencido el crédito y reclamar lo adeudado por principal, intereses y gastos. Efectivamente, se adquirieron las acciones.

La calificación jurídica, ante la reclamación de la entidad bancaria de la cantidad prestada y no pagada, no es de simple reclamación de cantidad como consecuencia del normal vencimiento de un crédito, sino que, junto a la póliza, aparece una carta preordenada e impresa por la entidad crediticia a través de la cual se venía a relacionar la concesión del crédito con la adquisición de las acciones y a limitar extraordinariamente la disposición y operatividad del demandado, en cuanto a la capacidad de disposición de un bien que se suponía adquirido libremente, con la peculiaridad de que en el mencionado documento nadie figura identificado como representante de la entidad y

firmante del mismo (redactado en papel con el membrete del Banco Español de Crédito); a la vez concurren una serie de particulares que desdibujan la figura del contrato de concesión de crédito personal.

La resolución del tema, es decir, de la demanda formulada por Banco Español de Crédito, SA contra D. Ricardo y de la demanda reconventional formulada por éste contra aquélla, ha consistido, en sentencia de la Audiencia Provincial, Sección 8.^a de Madrid confirmatoria de la dictada en primera instancia, en la declaración de nulidad del contrato de préstamo —póliza de crédito— así como del contrato de adquisición de acciones de la entidad —sociedad anónima— bancaria, devolviéndosele a ésta los títulos adquiridos. La base jurídica, con su correspondiente base fáctica, de tal resolución es la concurrencia del dolo, como vicio del consentimiento y causa de anulación; los hechos probados, dice la sentencia de instancia, evidencian una falta de voluntad en el contrato inicial por desconocimiento de su verdadero contenido y consecuencias, que invalida el consentimiento en virtud de lo dispuesto en los artículos 1265 y 1266 del Código Civil (LEG 1889\ 27) y doctrina legal que los interpreta, pues es esencial y excusable, sustancial y derivado de actos desconocidos para el que se obliga, amén de inevitable con una regular diligencia; por otra parte, la actuación de la entidad bancaria aparece como insidiosa, pues es notorio que en la época en que se realizó la concesión de crédito y la adquisición de las acciones, la contabilidad del Banco no representaba una imagen fiel y real de la situación económica patrimonial, hechos relevantes y desconocidos por el demandado, al que se brindó un crédito a un interés privilegiado ofreciéndole a la vez acciones en condiciones aparentemente ventajosas, con augurios de una serie de beneficios. Añade la sentencia de instancia que con esas maquinaciones fue inducido uno de los contratantes a celebrar unos contratos que sin ellos no hubiera hecho, pues en el concepto

de dolo del artículo 1269 del Código civil no sólo se comprende la insidia directa e inductora de la conducta errónea del otro contratante, sino también la retención dolosa del que calla o no advierte debidamente a la otra parte en pugna con el deber de información exigible por la buena fe (“ex” artículos 7 y 1258 del código civil), y en el caso presente, además de proporcionarle una información que presentaba las operaciones contractuales como una ventaja económica para el mismo, se le ocultó la verdadera situación por la que pasaba el Banco y los riesgos que asumía con la adquisición de las acciones y la deuda inherente a ella.

El recurso de casación interpuesto por Banco Español de Crédito, SA contiene tres motivos, todos ellos formulados al amparo de lo dispuesto en el núm. 4.º del artículo 1692 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881\1), respecto a las cuales el Ministerio Fiscal ha dictaminado contra su admisión: los dos primeros por presuponer unos hechos ajenos a la conclusión probatoria de la sentencia recurrida y el tercero por plantear una cuestión nueva no suscitada en la instancia.

El primero de los motivos comienza incumpliendo lo dispuesto en el artículo 1707 de aquella Ley, incurriendo en la causa de inadmisión que establece el artículo 1710.1.2.ª, ya que no expresa la infracción de norma del ordenamiento jurídico; en el encabezamiento del motivo no cita ninguna, cita dos sentencias que no desarrolla y en el texto menciona el artículo 1265 del Código civil (LEG 1889\27), precepto genérico que enumera cuatro causas de anulación del contrato, sin que en el motivo se concrete a cual de ellas se refiere. Pero lo esencial es que incurre en el vicio que ha destacado el dictamen del Ministerio Fiscal; en el desarrollo del motivo no se hace otra cosa que combatir la prueba que ha valorado el Tribunal de instancia y la notoriedad de un hecho que también ha valorado. Esta Sala, hasta la saciedad, ha tenido que decir y repetir que la función de la casación no es una tercera instancia (sentencia de 31 de mayo

de 2000 [RJ 2000\4397]), ni permite hacer supuesto de la cuestión (sentencia de 21 de noviembre de 2002 [RJ 2002\10269]), ni revisa el soporte fáctico declarado en la instancia (sentencia de 10 de abril de 2003 [RJ 2003\3517]), sino que su función es atender y controlar la correcta aplicación del ordenamiento al supuesto de hecho (sentencia de 28 de octubre de 2004 [RJ 2004\7208]). Así, el presente motivo hace un planteamiento fáctico que no procede ser revisado en casación.

El segundo de los motivos cae en la misma causa de inadmisión, que ahora deviene en causa de desestimación: no cita norma alguna del ordenamiento jurídico que se considere infringida, como exige el mencionado artículo 1707 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881\1); desarrolla la jurisprudencia sobre el error y no combate la declaración de que ha mediado dolo y que en aplicación del artículo 1269 del Código civil ha dado lugar a la anulación del contrato de préstamo y de adquisición de las acciones.

El tercero de los motivos sí alega la norma infringida, el artículo 1301 del Código civil y mantiene que se ha producido caducidad de la acción. Tal como destacan tanto el Ministerio Fiscal como la parte recurrida, se trata de una cuestión nueva que no ha sido alegada ni discutida en la instancia, por lo que no puede ser objeto de casación, tal como dice la sentencia de 21 de abril de 2003 (RJ 2003\3719): “Las cuestiones nuevas no examinables en casación por no tener acceso a la misma, por no haber sido propuesta en el período de alegaciones, afectan asimismo al derecho de defensa y van contra los principios de audiencia bilateral y congruencia —sentencias por todas, de 5 de junio (RJ 1990\4738) y 20 de noviembre de 1990 (RJ 1990\8986), 3 de abril (RJ 1992\2934), 28 de octubre y 23 de diciembre de 1992, 8 de marzo, 3 de abril y 26 de julio de 1993, 2 de diciembre de 1994, 28 de noviembre de 1995, 7 de junio de 1996 (RJ 1996\4827), 1 y 31 de diciembre de 1999, 23 de mayo, 14 de junio, 31 de

julio y 4 de diciembre de 2000, 12 de febrero, 8 (RJ 2001\ 3975) y 30 de marzo (RJ 2001\ 6640) y 31 de mayo de 2001 (RJ 2001\ 3876), entre otras muchas—”.

Por lo expuesto, deben ser desestimados los tres motivos y por ende, el recurso de casación y, por imperativo del artículo 1715.3 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEG 1881\1), se imponen las costas a la parte recurrente y se ordena la pérdida del depósito.

Lo cual no implica una contradicción con la doctrina de esta Sala que en casos semejantes ha estimado la demanda de la misma entidad bancaria actora y recurrente, ya que se trataba de supuestos de hecho distintos y de planteamientos jurídicos diferentes.

Las sentencias de 28 de mayo de 2001 (RJ 2001\ 3436) y 6 de junio de 2002 (RJ 2002\ 4874), como esencial motivo de fondo, trataron del tema de la causa y en estos contratos la causa existe y no se ha acreditado su ilicitud, destacando que son conceptos distintos la causa del contrato y los móviles de los sujetos.

La sentencia de 20 de diciembre de 2002 (RJ 2002\ 10753) se refiere a la excepción de litispendencia y otra de la misma fecha reitera la doctrina, sin referirse al tema del presente caso.

Hay dos sentencias que han resuelto en sentido distinto a la presente sendos casos semejantes, en que se había alegado el dolo. La de 2 de noviembre de 2001 (RJ 2002\ 229) niega “la actitud dolosa del Banco de-

mandante” porque, como primero y básico argumento, no la ha apreciado el Tribunal de instancia y expresamente lo justifica “porque la apreciación de los presupuestos fácticos del dolo corresponde a los órganos de instancia”. La de 30 de septiembre de 2002 (RJ 2002\ 8489), ante la alegación de “la nulidad del consentimiento prestado como consecuencia de la conducta insidiosa de la actora”, rechaza la “actuación dolosa de Banesto”, en primer lugar, porque la parte “no ha formulado una pretensión formal en orden a la nulidad contractual por vicios de la voluntad” y, en segundo término, “porque la apreciación de los presupuestos fácticos del dolo corresponde a los órganos de instancia” y la sentencia de la Audiencia Provincial explícitamente afirmó “que no se aprecia dolo ni error”.

Por el contrario, en la presente sentencia, el Tribunal de instancia afirma rotundamente que los hechos probados “evidencian una falta de voluntariedad” en el contrato... que invalida el consentimiento y que “la actuación de la entidad bancaria aparece como insidiosa”, “con esas maquinaciones (del Banco) fue inducido uno de los contratantes a celebrar unos contratos que sin ellas no hubiera hecho”. Los presupuestos fácticos del dolo, pues, han sido declarados probados, cuyo factum es inamovible en casación; y el recurso de casación se ha limitado a combatir hechos y plantear una cuestión nueva, por lo que necesariamente no se ha dado lugar al mismo y ha quedado desestimada la acción ejercitada por la entidad bancaria.

SUMARIO

- I. RELEVANCIA DE LA STS 1/2005, DE 17 DE ENERO.
- II. SIMULACIÓN ABSOLUTA DEL CONSENTIMIENTO POR DOLO EN EL CONTRATO DE CONCESIÓN DE CRÉDITO APARENTE.

1. Calificación del contrato celebrado.

- A) Posición de las partes y del Supremo.
- B) Contrato de préstamo frente al de crédito para adquirir acciones de la Entidad bancaria acreditante y su carácter simulado.

2. Nulidad del contrato.

- A) Confrontación en el caso.
 - a) *Validez vs. nulidad del contrato celebrado entre las partes.*
 - b) *Posición del Supremo. Dolo como causa de consentimiento viciado y consiguiente nulidad del contrato.*
- B) Nulidad del contrato por simulación absoluta del consentimiento, provocada por actuación dolosa de los representantes de la Entidad de Crédito.

III. REFLEXIÓN FINAL.

I. RELEVANCIA DE LA STS 1/2005, DE 17 DE ENERO

La Sentencia 1/2005, de 17 de enero, de la Sala Civil del Tribunal Supremo es acertada en sus soluciones relativas a la calificación y nulidad del contrato celebrado entre la Entidad de Crédito y los demandados, así como su fundamentación en la ausencia de voluntariedad del demandado, con la consiguiente liberación de este último, de pagar las cantidades adeudadas por el crédito concedido y devolución de las acciones a la entidad.

Con esta Sentencia, la Sala Civil del Supremo se suma a las numerosas resoluciones pronunciadas para casos similares por Tribunales de Instancia y Apelación, separándose de la 511/2001 y de otras emitidas por Tribunales inferiores, partidarias de la validez de los contratos celebrados entre los recurrentes y Banesto, con la subsiguiente condena de pagar solidariamente a la Entidad de Crédito, el capital adeudado más los intereses pactados desde la interpelación judicial.

II. SIMULACIÓN ABSOLUTA DEL CONSENTIMIENTO POR DOLO EN EL CONTRATO DE CONCESIÓN DE CRÉDITO APARENTE

1. **Calificación del contrato celebrado**

A) Posición de las partes y del Supremo

Del tenor de los hechos expuestos en el párrafo segundo de los Fundamentos de Derecho de la STS 1/2005 se extrae que, a la existencia de un contrato de préstamo personal defendido por la Entidad bancaria se opone la postura de los demandados, respecto de la celebración de “un contrato —póliza de crédito— así como del contrato de adquisición de acciones de la entidad —sociedad anónima— bancaria”. El Supremo se suma a esta última posición indicando, que “La calificación jurídica, ante la reclamación de la entidad bancaria de la cantidad prestada y no pagada, no es de simple reclamación de cantidad como consecuencia del normal vencimiento de un crédito, sino que, junto a la póliza, aparece una carta preordenada e impresa por la entidad crediticia a través de la cual se venía a relacionar la concesión del crédito con la adquisición de las acciones y a limitar extraordinariamente la utilización y operatividad del demandado, en cuanto a la capacidad de disposición de un bien que se suponía adquirido libremente, con la peculiaridad de que, en el mencionado documento, nadie figura identificado como representante de la entidad y firmante del mismo (redactado en papel con el membrete del Banco Español de Crédito) (Fundamento de Derecho, párrafo tercero de la STS 1/2005) ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Las Sentencias sobre litigios promovidos por reclamación de cantidad del Banco Español de Crédito contra sus clientes y trabajadores, por los créditos concedidos para que estos últimos adquirieran acciones de la Entidad, se suceden desde el último lustro del siglo XX. Es considerable el número de Sentencias que ya integran el Caso Banesto. En este contexto histórico y atendiendo a los hechos narrados y probados en las sucesivas sentencias de instancias se desvela, no sólo la trama urdida por los antiguos gestores de la Entidad bancaria para mantener el control sobre las acciones de la entidad, de la que formalmente se desprendían a través de su ofrecimiento a los demandantes, con cargo a un crédito concedido al respecto, sino como se prevalieron de su posición de predominio financiero y/o laboral para imponer unas condiciones negociales desequilibradas. Esta actuación de los representantes de la entidad fueron decisivas para las sentencias declarativas de la nulidad del contrato de asistencia financiera para adquirir acciones de la entidad asistente. Y, en consecuencia, la liberación de devolver el préstamo a los demandados. Un estudio sistemático y conjunto de la mayoría de las emitidas se realizó al hilo del examen de la STS, de 28 de mayo de 2001. (Vid. Flores Doña, M.^a de la S.: “Los negocios de Banesto sobre sus acciones a examen judicial (STS, de 28 de mayo de 2001 y sus precedentes de Instancias”, *RdS* 2002, 18, págs. 255 y ss. A la versión original se accede por la página de la Universidad Complutense de Madrid, <http://vherresros2.sim.ucm.es:8080/perl/users/home>.

B) Contrato de préstamo frente al de crédito para adquirir acciones de la Entidad bancaria acreditante y su carácter simulado

La calificación del contrato sobre la base conjunta de la “póliza de crédito personal” y la “carta redactada en impreso de la entidad” debe compartirse, pues esta última es fundamental para determinar la auténtica naturaleza del contrato celebrado y su carácter simulado respecto del contrato de crédito, éste último defendido por la Entidad de Crédito y que en palabras del Supremo quedaba desdibujado con el contenido negocial reflejado en la carta (FD, tercer párrafo STS 1/2005).

Efectivamente, de los hechos probados en Primera Instancia y asumidos por el Supremo como “quaestio facti”, se advierte que el verdadero contenido y alcance obligacional de la relación jurídica entre la Entidad de Crédito y su cliente se encontraba en la “carta impresa en papel timbrado del Banco” y en la que nadie figuraba identificado como representante de la entidad y firmante del mismo (FD, segundo y tercer párrafo). De un lado, la finalidad del crédito aparente, “que se destinaba ... a la compra de acciones de Banesto”; de otro, el resto de los compromisos asumidos en firme por el demandado, relativos a la venta de las acciones adquiridas (“no vender las acciones hasta el día 1 de septiembre de 1992” y, a partir de entonces “por sextas partes iguales, en cada uno de los seis meses siguientes.... y sólo la cantidad de títulos necesarios para la amortización del crédito con sus intereses...”), a la adquisición financiada de nuevas acciones (mediante la suscripción de la totalidad de las acciones que le correspondieran en sucesivas ampliaciones de capital, mediante la aceptación de los respectivos créditos ofrecidos por la Entidad) y a las garantías de su cumplimiento reconocidas al Banco, a través de la renuncia irrevocable a la venta de los derechos dimanantes de las acciones adquiridas, la afectación de los dividendos al pago de los intereses del crédito, la facultad unilateral reconocida al Banco para dar por vencido el crédito y reclamar lo adeudado por principal, intereses y gastos (FD, segundo párrafo STS 1/2005).

De este modo, el Supremo cumplió con las reglas de interpretación de los contratos y, concretamente con la imposición del 1281 del CC de atender “principalmente a los actos de éstos, coetáneos y posteriores al contrato”. Y en el caso que nos ocupa la “carta” era fundamental para determinar la auténtica naturaleza jurídica del contrato celebrado, así como para desvelar el verdadero contenido y alcance obligacional de la relación jurídica entre la Entidad y su cliente; pues la exclusiva referencia a la póliza, esgrimida por la Entidad de Crédito sólo servía para fundamentar su pretensión procesal en un contrato de préstamo aparentemente válido y dotado de autonomía, cuando en realidad era sólo parte de un contrato de préstamo ligado al de adquisición de acciones, cuya unión e interdependencia funcional pretendía mantenerse en el ámbito interno

de las partes, según se probó en el proceso y se asumió en la STS 1/2005 ⁽²⁾. En efecto, bajo la aparente pluralidad y desconexión entre la póliza de crédito y la carta señalados en la Sentencia, ambas estaban íntimamente ligadas como lo manifiestan los compromisos asumidos por el contratante frente a la Entidad de Crédito, respecto del destino de la cantidad prestada para adquirir acciones del Banco, de no venderlas acciones hasta una determinada fecha.

En fin, bajo el desdoblamiento formal y contractual aparente de los contratos que vinculaban a las partes internamente, el de “préstamo” y de “adquisición de acciones”, el Supremo acertó en su resolución favorable a un contrato único, vinculados funcionalmente por los compromisos reflejados en la “carta realizada en impreso del Banco” ⁽³⁾. Asimismo, la Sala Civil se separó de la

⁽²⁾ De este modo se extrae de la reproducción literal de los hechos sintetizados por la Sentencia de la Audiencia Provincial y, reproducidos por el Supremo como “*quaestio facti*”, inamovibles en casación: “con fecha 28 de febrero de 1989, D. Ricardo, demandado en la instancia y parte recurrida en casación, cliente del Banco Español de Crédito, celebró con este contrato de préstamo, es decir, en terminología bancaria, suscribió una ‘póliza de crédito personal’, por importe de cinco millones de pesetas y vencimiento el día 28 de febrero de 1993...; dicha póliza no fue intervenida por Corredor Colegiado de comercio; el mismo día 28 de febrero de 1989 D. Ricardo suscribió una carta redactada en impreso de la entidad, en la que, con relación al crédito de referencia se decía que se destinaba el mismo a la compra de acciones de Banesto y asumía el compromiso firme de no vender las acciones hasta el día 1 de septiembre de 1992, a partir del cual se consideraba autorizado para vender, en cada uno de los seis meses siguientes y por sextas partes iguales, sólo la cantidad de títulos necesarios para la amortización del crédito con sus intereses, vencido y cancelado el cual, el sobrante de los títulos quedaría a su libre disposición, y al propio tiempo se comprometía a acudir a todas las ampliaciones de capital que pudieran efectuarse durante el período de vigencia del crédito, suscribiendo la totalidad de las acciones que le correspondieran, bien con medios propios o, en caso preciso, con la concesión de otro crédito por parte del Banco por el importe necesario para cubrir los desembolsos a efectuar, renunciando de forma irrevocable desde este momento a la venta de los derechos dimanantes de las acciones adquiridas con dicha operación; a la par, el importe de los dividendos sería abonado en la cuenta correspondiente al crédito y serían indisponibles, siendo su destino el pago de intereses del mismo en la parte que pudieran cubrir; por fin se expresaba que el incumplimiento de los compromisos contraídos según los párrafos anteriores facultaría al Banco para dar por vencido el crédito y reclamar lo adecuado por principal, intereses y gastos. Efectivamente, se adquirieron las acciones” (FD, segundo párrafo).

⁽³⁾ El planteamiento del debate en la Teoría general de contratos podría explicar el silencio de la Sala a cualquier referencia a la derogada prohibición a la sociedad anónima de adquirir y aceptar en prenda sus propias acciones (artículo 57 de la LSA de 1951 y 167 del CCo), así como a su posterior modificación en el TRLSA de 1989 y establecimiento de la prohibición de conceder asistencia financiera para adquirir acciones propias en el artículo 81. Si bien este proceder es correcto, hay que recordar que el artículo 81 instaura una operación singular creada por el Derecho de Sociedades, cuya estructura no se corresponde con un negocio jurídico unitario del catálogo tipificado en nuestros códigos. En este sentido, en la literalidad del artículo 81 respecto de la “asistencia financiera”, el legislador de sociedades se refiere, indistintamente, a contratos tipificados o no en el Código Civil y de Comercio; tal y

posición de “compromiso personal” mantenida para un supuesto similar en la 511/2001 al declarar, que “ la carta dirigida en su momento por los recurrentes al Banco comprometiéndose a no vender las acciones hasta tres años y medio después y a venderlas luego sólo escalonadamente para atender la amortización del crédito con sus intereses, hasta la cancelación de éste, ofrecía más los rasgos de un compromiso personal que los elementos y caracteres propios de una verdadera garantía incardinable en la prohibición del derogado artículo 167 del Ccom ⁽⁴⁾, ya que ni al Banco se le daba un derecho a instar la enajenación de las acciones ni los recurrentes tenían impedimento legal para enajenarlas por propia iniciativa” (STS 511/2001, FD Tercero).

como acontece con el “préstamo” (artículo 81.1, en relación con el 1740 del CC y 311 del CCo), la mención genérica a las “garantías” (artículo 81.1, que necesariamente ha de relacionarse con los negocios codificados, entre otros, de fianza, hipoteca (art. 1822 del CC). Fuera de los anteriores quedan las meras prestaciones económicas, absorbidas por la referencia legal “anticipos de fondos” y susceptibles de comprenderse en contratos de diversa naturaleza jurídica (como el de apertura de crédito o de descuento, indicados en el artículo 175 del CCo) o en la indefinida cláusula general de “asistencia financiera”, extensible al resto de las atribuciones patrimoniales no comprendidas en la lista de negocios concretos señalados. Igualmente, la expresión “adquisición de acciones” debe equipararse a un negocio de adquisición de la titularidad plena y onerosa de las acciones. De esta manera se reafirma la estructura de los negocios unidos en el contrato celebrado entre los contratantes y comprendido por el contrato de préstamo concedido por la Entidad de Crédito a D.R., a través de la llamada “póliza de crédito no intervenida por Corredor de Comercio” y el de “adquisición de acciones realizado por D.R.”, ambos unidos por la “carta impresa en papel timbrado del Banco”, a través de los diversos compromisos asumidos por D.R. en orden a destinar la cantidad prestada a la adquisición de acciones y, por esta vía, el patrimonio de la Entidad de Crédito soportaba el importe de la operación, de modo parecido a como quiere evitarse en el artículo 81.

⁽⁴⁾ Las restricciones a las sociedades anónimas de realizar negocios sobre sus propias acciones en la LSA de 1951 (artículos 47 y 167) bajo la cual se resolvió la mayoría de los casos enjuiciados relativos a Banesto son más que suficientes para comprender el carácter interno de la “carta” que establecía el nexo o unión entre los contratos de préstamos y de adquisición de acciones celebrados entre las partes. Asimismo, la nulidad del contrato apoyada en el vicio del consentimiento relega a un segundo plano, cualquier apreciación del supuesto bajo la perspectiva del Derecho SA, fundamentalmente por el carácter exceptuable para los Bancos de la prohibición de asistencia financiera para adquirir acciones propias (“ex” artículo 83.2 del TRLSA) ⁽⁴⁾. En cambio, el examen de los sucesivos hechos enjuiciados por nuestros Tribunales respecto del caso Banesto evidencia la relevancia de la “carta impresa en papel del Banco”, pues su reconocimiento o ignorancia fueron y son definitivas para desvelar la relación jurídica entre las partes y fundamentar la consiguiente validez o nulidad del contrato celebrado, tal y como lo demuestran las encontradas Sentencias emitidas hasta ahora en casos similares al enjuiciado por el Supremo. La nulidad declarada por el Supremo, confirmando la Sentencia de Instancia y sumándose a otras anteriores igualmente de instancia debe compartirse, así como los fundamentos que lo apoyan para lo cual, fue fundamental la carta en poder del contratante.

2. Nulidad del contrato

A) Confrontación en el caso

a) *Validez vs. nulidad del contrato celebrado entre las partes*

La validez del contrato sostenida por la Entidad de Crédito se enfrenta con la de nulidad instada por el contratante, según se reproduce en los Antecedentes expuestos en la STS 1/2005 con los términos “se declare la nulidad del contrato de concesión de crédito para la adquisición de las acciones números (...) a (...) y (...) a (...) de Banesto, celebrado entre las partes en fecha 28 de febrero de 1989”, quedando “D.R. tan sólo obligado a devolver a Banesto dichos títulos transfiriendo la titularidad y propiedad de los mismos, quedando con ello exonerado de toda obligación de devolución del crédito que para su adquisición se le concedió” (Antecedentes de hecho núm. 2⁽⁵⁾).

b) *Posición del Supremo. Dolo como causa de consentimiento viciado y consiguiente nulidad del contrato*

La STS 1/2005 rebate la inexistencia de dolo esgrimida por el recurrente sobre la base de dos Sentencias pronunciadas en dicho sentido para casos semejante indicando que, “la de 2 de noviembre de 2001 niega ‘la actitud dolosa del Banco demandante’ porque, como primero y básico argumento, no la ha apreciado el Tribunal de instancia y expresamente lo justifica ‘porque la apreciación de los presupuestos del dolo corresponde a los órganos de instancia’” (STS 1/2005, FD penúltimo párrafo). Asimismo, “La de 30 de septiembre de 2002, ante la alegación de ‘la nulidad del consentimiento prestado como consecuencia de la conducta insidiosa de la actora’, rechaza la ‘actuación dolosa de Banesto’, en primer lugar, porque la parte ‘no ha formulado una pretensión formal en orden a la nulidad contractual por vicios de la voluntad’ y, en segundo término, ‘porque la apreciación de los presupuestos fácticos del dolo corresponde a los órganos de instancia’ y la sentencia de la Audiencia Provincial explícitamente afirmó ‘que no se aprecia dolo ni error’” (STS 1/2005, FD penúltimo párrafo).

(5) En relación a la reconversión del demandado, en los Antecedentes de Hecho, núm. 2 se continúa diciendo que “3.º) En el improbable supuesto de que no se estimen las peticiones de los apartados 1.º y 2.º precedentes, declarar, alternativamente, que por aplicación de la cláusula ‘rebus sic stantibus’. D. Ricardo sólo vendrá obligado a devolver a Banesto para la cancelación del crédito que la misma le concedió en fecha 28 de febrero de 1989, el valor de las acciones con dicho crédito adquiridas caso en que el Juzgado lo considerara como más justo y acertado, en la fecha en que se dicte la Sentencia en que tal pronunciamiento se haga, y con tal pago se entenderá como totalmente liquidado el referido crédito”.

En cambio, el Supremo asume la posición de la Sentencia de Instancia, pues los presupuestos del dolo han sido declarados probados, cuyo ‘factum’ es inamovible en casación. De acuerdo con ello, en el caso debatido se ‘evidencian una falta de voluntariedad’ en el contrato... que invalida el consentimiento y que ‘la actuación de la entidad bancaria aparece como insidiosa’, ‘con esas maquinaciones (del Banco) fue inducido uno de los contratantes a celebrar unos contratos que sin ellas no hubiera hecho’. Los presupuestos fácticos del dolo, pues, han sido declarados probados... y el recurso de casación se ha limitado a combatir hechos y plantear una cuestión nueva, por lo que necesariamente no se ha dado lugar al mismo y ha quedado desestimada la acción ejercitada por la entidad bancaria” (STS 1/2005, FD último párrafo).

- B) Nulidad del contrato por simulación absoluta del consentimiento, provocada por la actuación dolosa de los representantes de la Entidad de Crédito

La lectura contrastada de la STS 1/2005 con los hechos relatados y probados en Primera Instancia, junto con los que le han precedido, apoyan el acierto de la declaración del Supremo respecto de la nulidad del contrato celebrado y su fundamentación en la falta de voluntariedad del demandado, motivada por la actuación dolosa de los representantes del Banco, con la subsiguiente liberación del deudor y devolución de las acciones a la Entidad.

En el contexto de ideas anteriores, la captación ilícita de la voluntad del contratante, que es de esencia al dolo como causa de nulidad del consentimiento contemplado en el 1265 del CC se patentiza en la propia simulación del contrato realmente realizado y su imputación exclusiva a la Entidad de Crédito, derivada de la mala fe de sus representantes en el negocio celebrado y en el déficit informativo utilizado para lograr el consentimiento del demandado. En efecto, la conducta consciente y dolosa de los representantes de la Entidad de Crédito se refleja principalmente, a través del desdoblamiento formal del negocio en un contrato aparente de crédito, cuya configuración se determinó por el contenido obligacional impuesto por la Entidad de Crédito al otro contratante, mediante una carta sin firmar por la Entidad de Crédito y con un alcance obligacional impuesto y en claro desequilibrio para el contratante (a través de compromisos en firme a su cargo respecto de la finalidad del crédito, de participar en todas las ampliaciones futuras de capital de la Entidad, de solicitar nuevos créditos...). La posición de la actuación dolosa se refuerza con las garantías de cumplimiento automático, contempladas en la “carta”, por medio de la facultad reconocida al Banco para dar por vencido el crédito y reclamar lo adeudado por principal, intereses y gastos. E igualmente por el déficit informativo en que incurrieron los indicados representantes para captar el consentimiento de la contraparte, a través de “una información que presentaba las operaciones contractuales como una ventaja económica para el mismo” y que “ocultó la verdadera situación por la que pasaba el

Banco y los riesgos que asumía con la adquisición de las acciones y la deuda inherente a ella” (FD, cuarto párrafo STS 1/2005) ⁽⁶⁾. De aquí, que como acertadamente indicó el Supremo, no sólo se probó la existencia del dolo determinante de la nulidad del contrato como requiere el artículo 1269 del CC, sino que la Entidad recurrente “no combate la declaración de que ha mediado dolo”; por lo que se declara la anulación del contrato de préstamo y de adquisición de acciones” (STS 1/2005, FD, párrafo séptimo), con la definitiva absolución al demandado, quien únicamente vino obligado a devolver los títulos adquiridos a favor de Banesto (Sentencia del Magistrado-Juez de Primera Instancia número 3, de 4 de julio de 1996, confirmada por la de apelación y por la STS 1/2005).

De esta manera, la Sala Primera del Supremo se separa de la validez proclamada para supuestos similares por otras Sentencias de instancias y la de la Sala del 28 de mayo de 2001 (511/2001), no sólo por falta de sustantividad de la “carta” y de la gestión irregular de la entidad para determinar y acreditar la maquinación insidiosa para la obtención del consentimiento, que se requiere legalmente para la existencia del dolo como causa de nulidad del contrato ⁽⁷⁾,

⁽⁶⁾ A la falta de voluntariedad del contratante se refiere el Supremo declarando, que “Los hechos probados... evidencian una falta de voluntariedad en el contrato inicial por desconocimiento de su verdadero contenido y consecuencias, que invalida el consentimiento en virtud de lo dispuesto en los artículos 1265 y 1266 del CC y doctrina legal que los interpreta, pues esencial y excusable, sustancial y derivado de actos desconocidos para el que se obliga, amén de inevitable con una regular diligencia”.

Asimismo se refiere a la conducta insidiosa sobre la base de hechos objetivos y subjetivos al señalar que, “por otra parte, la actuación de la entidad bancaria aparece como insidiosa, pues es notorio que en la época en que se realizó la concesión de crédito y la adquisición de las acciones, la contabilidad del Banco no representaba una imagen fiel y real de la situación económica patrimonial, hechos relevantes y desconocidos por el demandado, al que se brindó un crédito a un interés privilegiado ofreciéndole a la vez acciones en condiciones aparentemente ventajosas, con augurios de una serie de beneficios”. De este modo, y siguiendo a la sentencia de instancia “con esas maquinaciones fue inducido uno de los contratantes a celebrar unos contratos que sin ellos no hubiera hecho, pues en el concepto de dolo del artículo 1269 del Código Civil, no sólo se comprende la insidia directa e inductora de la conducta errónea del otro contratante, sino también la reticencia dolosa del que calla o no advierte debidamente a la otra parte en pugna con el deber de información exigible por la buena fe (‘ex’ artículos 7 y 1258 del CC), y en el caso presente, además de proporcionarle una información que presentaba las operaciones contractuales como una ventaja económica para el mismo, se le ocultó la verdadera situación por la que pasaba el Banco y los riesgos que asumía con la adquisición de las acciones y la deuda inherente a ella” (STS 1/2005, párrafo 4.º).

⁽⁷⁾ “Con respecto a la existencia de dolo y error en la prestación del consentimiento, ya ha tenido ocasión esta Sala de pronunciarse sobre la misma cuestión en supuesto semejante a través de la sentencia de 13 de marzo de 2001 indicando, que el dolo corresponde probarlo a quien lo alega de conformidad con el 1214 del CC, tal y como ha proclamado las SSTS, de 21 de julio de 1993 (RJ 1993\6102) y 14 de diciembre de 1993. Estableciendo la citada sentencia del TS de

sino porque la prohibición a los Bancos de adquirir y aceptar en prenda sus propias acciones dispuesta en los primitivos artículos 47 de la LSA y 167 del CCo. se derogó al poco tiempo de celebrarse el contrato, mediante la excepción contemplada a favor de los Bancos respecto de la prohibición de dar asistencia financiera a un tercero para adquirir acciones propias⁽⁸⁾.

21 de julio de 1993 que, “conforme a lo dispuesto en el art. 1269 del CC, el dolo civil se caracteriza por ser producto de la astucia, maquinación o artificio incidente en el motivo esencial determinante de la decisión de otorgar el contrato, abarcando según tiene declarado esta Sala, en SS. 26 octubre 1981 (RJ 1981\4001), 15 julio 1987 (RJ 1987\5494) y 27 septiembre 1990 (RJ 1990\6908) entre otras, no sólo la insidia o maquinación directa sino también la reticencia del que calla o no advierte debidamente a la otra parte” (FD Tercero de la STS 511/2001)

De modo parecido, la SAP, de 6 de abril de 2001 (AC2001\2084) señaló, que de lo actuado no se desprende que el demandado haya sufrido tal maquinación insidiosa encaminada a obtener su consentimiento. En principio, la existencia de una gestión irregular de la entidad, la cual lleva a acordar la intervención de la misma por el Banco de España, y que de forma genérica se desprende de la declaración de don... en Diligencias Penales..., así como de la propia documental que aporta la reconvenida al contestar la reconvenición, en concreto..., no cabe sin embargo concluir que al tiempo de concertarse el contrato de autos existiese una situación que lleve a considerar que se falseó la situación patrimonial de la entidad bancaria que llevase al demandado a prestar su consentimiento para la celebración del contrato de autos... (SAP, 6-IV-2001, FD Cuarto).

⁽⁸⁾ De igual modo se sostuvo la validez del contrato entre los contratantes, conforme al Derecho de acciones propias dispuesto en la LSA de 1951 y el TRLSA, de 1989. En este marco normativo y aceptando la Sentencia Primera Instancia se declaró, que “aún entendiendo que una carta obrante en los autos, en la que los demandados se comprometían a no vender las acciones en tres años y autorizaban su venta escalonada a partir de entonces para ir destinando su producto a la amortización del crédito podía entrañar una vulneración del art. 167 del Ccom., que, sin embargo, no debía comportar sin más la nulidad a la vista de la importante transformación que poco tiempo después había experimentado la normativa de las sociedades anónimas sobre este punto, a cuyos efectos se citaban los artículos 74, 80 (aps. 2 y 3) en relación con los artículos 79, 75.3 y 76.1 y 81.3, en relación con los artículos 75.3, 76.1 y 79, todos de la LSA” (Sentencia Segunda Instancia, según la STS 511/2001, FD Primero, tercer párrafo).

Por otra parte, “porque las acciones fueron adquiridas por los recurrentes, no por el propio Banco o sociedad, de suerte que carece de base la cita del artículo 47 de la LSA 1951 como norma prohibitiva”; “... porque el motivo prescinde casi por completo de los razonamientos de la sentencia recurrida acerca de la atenuación del rigor del artículo 6.3 cuando, como en este caso, sobreviene una profunda modificación normativa que, al poco de celebrarse los contratos y durante la vida de éstos, deroga la norma prohibitiva;... (Supremo incurre en similar contradicción intrínseca de la que acusa a demandados: al manifestar primero que la operación se excluía del ámbito prohibición acciones propias para posteriormente entender lo contrario al decir que aquélla modificó su contenido...);” porque la flexibilidad y prudencia del tribunal de apelación frente a la petición de nulidad fundada en la prohibición del artículo 167 del Ccom, derogado meses después de firmarse la póliza de crédito y la orden de compra de las acciones, se encuentra ciertamente avalada por la jurisprudencia de esta Sala que aconseja “extrema prudencia y criterios flexibles” cuando se trata de declarar la nulidad plena (SSTS 17 de octubre de 1987 —RJ 1987\7293—; 15 de diciembre de 1993 —RJ 1993\9989— y 22 de julio de 1997 —RJ 1997\5807”).

III. REFLEXIÓN FINAL

La nulidad del contrato del préstamo concedido por la Entidad de Crédito a sus clientes para que estos adquirieran acciones de aquélla, declarada por la STS 1/2005, de 17 de enero y fundamentada en el consentimiento viciado de los contratantes por una falta de voluntariedad en el contrato inicial provocada por la conducta dolosa de los representantes legales del Banco, sobre la base de la existencia de un vicio en el consentimiento prestado por dolo, es correcta y excluye la ulterior valoración de su validez bajo la perspectiva de su configuración en el Derecho de Sociedades Anónimas.

No obstante, la desarmonía entre las Sentencias emitidas por la Sala Primera del Tribunal Supremo y también por los Tribunales de Instancias muestran la complejidad empresarial que subyace al Derecho de contratos cuando el mismo se combina con figuras y estructuras negociales del Derecho de Sociedades Anónimas próximas a la autocartera. En este último contexto, el estudio de las sucesivas Sentencias emitidas en el Caso Banesto invita a reflexionar respecto de la realidad y trascendencia de los peligros que encierra la actuación incontrolada de los administradores, cuya situación de predominio y abuso de poder se patentizó en el caso comentado por medio de un contrato simulado, cuyo desequilibrio obligacional a cargo del suscriptor del crédito se reflejaba en una carta confidencial que nunca fue denunciada por el Banco. De igual modo, los hechos probados en el supuesto enjuiciado revelaron, que el consentimiento de los respectivos contratantes (clientes, trabajadores) se obtuvo mediante la actuación dolosa de los representantes legales de la Entidad, representada por expectativas de ganancias ofrecidas a los suscriptores de créditos que no se correspondían con el curso y evolución de las acciones del Banco, con un patrimonio próximo a una situación de crisis, que se desveló al poco tiempo de celebrarse dichos contratos.

Por último, “Como bien señala la sentencia apelada, carecen de aplicación los arts. 80 y 81 de la LSA, desde el momento en que tal norma no se hallaba en vigor al ser suscrito el contrato en febrero de 1989 ...Y, en última instancia si, como dice el recurrente ha existido un fraude de ley encaminado a infringir la normativa de acciones propias del Banco por cuanto que “a través de la operación de autos y en conjunción con otras similares, lo que verdaderamente se pretendía era una ‘operación de aparcamiento de autocartera’ constituyendo ello un fraude de ley”..., ello determinaría que se aplicase la norma eludida, tal y como proclama el artículo 6.4 del CC, lo cual supondría la aplicación de los artículos 76 o 78 de la LSA o la amortización o enajenación del artículo 47 de la LSA 1951, y a instancia de quien para ello estuviese legitimado y en el proceso oportuno para ello, pero no declarar la nulidad del préstamo concedido para adquirir tales acciones, el cual ni integra la compra de acciones, propiamente dicha, ni incide en la autocartera, ni a través de su nulidad corrige la existencia del exceso de acciones propias que se alega pero no se acredita” (STS 511/2001, FD, Primero).

NOTICIAS

1. LA ARMONIZACIÓN POR LA CNMV DE LAS RECOMENDACIONES SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO

El proceso español en materia de gobierno corporativo ha registrado un nuevo impulso a partir del reciente Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005, cuyo principal contenido pasa por el mandato a la CNMV de la armonización y actualización de las recomendaciones sobre gobierno corporativo contenidas en los Informes Olivencia y Aldama (la publicación del Acuerdo se ha producido por Resolución de 8 de septiembre de 2005, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera; BOE de 20 de septiembre de 2005, p. 31324). Esta decisión debe celebrarse, puesto que implica, al igual que han hecho otros Estados europeos, la refundición y ordenación de las diversas recomendaciones dirigidas a las sociedades cotizadas incluidas en los Códigos e Informes adoptados hasta ahora.

El Acuerdo insta a la CNMV a tomar en cuenta, junto a los Informes ya señalados, “las recomendaciones de la Comisión Europea y cualesquiera otras de carácter internacional”. Para esa labor, el Gobierno ha considerado oportuno contar como órgano asesor de la CNMV con un grupo de trabajo especial, cuya composición debería ajustarse a lo señalado en el punto segundo del Acuerdo. En fecha reciente, se ha difundido la identidad de los integrantes del grupo de trabajo, entre los que figuran los Profesores Cándido Paz Ares y José María Garrido, quienes ya habían trabajado en otras Comisiones previas.

El grupo de trabajo deberá guiarse por criterios establecidos en el propio Acuerdo del Consejo de Ministros, destacando entre ellos la posibilidad de tomar en consideración la aplicación de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo a determinadas sociedades cotizadas en atención al tamaño de la sociedad, la capitalización bursátil, el mercado en que se negocien sus acciones u otros criterios similares, estableciéndose así la posibilidad de que en el gobierno corporativo coexistan regímenes diversos para sociedades cotizadas. También es llamativo el criterio que subraya que el grupo de trabajo podrá plantear recomendaciones aplicables a entidades emisoras de valores distintas de sociedades cotizadas. Extensión que parece apuntar de forma preferente a las cajas de ahorro emisoras de cuotas participativas. El fundamento de esta previsión es el tratamiento igualitario de las entidades emisoras o, como se dice en el Acuerdo que glosamos, el interés por “evitar asimetrías injustificadas”.

Es de destacar la celeridad con la que se pretende que lleve a cabo sus trabajos el nuevo grupo: la CNMV deberá aprobar el Proyecto de Código a

consulta pública antes de que concluya el año 2005, y tras consultar de nuevo al grupo de trabajo, deberá hacer público este nuevo Código antes del 31 de marzo de 2006.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

2. APLICACIÓN A SOCIEDADES LIMITADAS DEL DEBER DE COMUNICACIÓN “EX” ARTÍCULO 127 TER LSA

El artículo 127 ter de la LSA, redactado conforme a la Ley de Transparencia y en relación con el deber de lealtad de los administradores, establece un deber de comunicación a cargo de éstos frente a la sociedad. Esa comunicación tendrá por objeto las participaciones que el administrador pudiera tener en sociedades competidoras, así como la realización de una actividad, por cuenta propia o ajena, que pudiera estar también comprendida dentro del objeto social de la sociedad administrada. Información que deberá incluirse en la Memoria.

Esa mención dentro de las cuentas anuales es la que ha llevado a plantear sendas cuestiones ante el ICAC (v. BOICAC 62, junio 2005, pp. 40-41). La primera es si resulta aplicable el deber exigido por el artículo mencionado a las sociedades de responsabilidad limitada. El criterio del ICAC es favorable a esa aplicación analógica a partir de la remisión contenida en el artículo 84 de la LSRL al Capítulo VII de la LSA. Criterio que se apoya en un Informe de la Abogacía del Estado del Ministerio de Economía, que invocaba el criterio teleológico al interpretar el espíritu y la finalidad de la Ley de Transparencia, aplicando determinados preceptos a todas las sociedades anónimas, incluidas las no cotizadas.

La segunda cuestión se ocupa del alcance de la información a facilitar a la sociedad por los administradores. La ausencia de limitaciones expresas lleva al ICAC a entender que, en primer lugar, habrá de notificarse tanto la tenencia de participaciones en el capital, como el simple ejercicio de cargos o funciones en otras sociedades y que, en segundo término, ese deber también vale para las sociedades del grupo o asociadas.

Jaime Baillo Morales-Arce

3. CONSULTA AL ICAC SOBRE LA DEFINICIÓN DE GRUPO DE SOCIEDADES

La complejidad del régimen jurídico aplicable al grupo de sociedades arranca de la propia definición de situaciones de hecho susceptibles de apuntar a la existencia del grupo. Como es conocido, en materia de contabilidad consolidada, el artículo 42 del Código de Comercio dedica sus primeros dos apartados a esa definición. La redacción dada a dichos apartados por el artículo 106 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, ha dado pie a que se presentaran distintas cuestiones ante el ICAC a este respecto (v. BOICAC 62, junio de 2005, p. 40).

La primera de las cuestiones plantea si debe considerarse grupo, a efectos de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas, a un conjunto de empresas con los mismos accionistas personas físicas, aunque no pertenezcan a su órgano de administración. En este caso, el ICAC considera que se está ante un grupo conforme al artículo 42.2 CCo y a pesar de que no existan participaciones de unas sociedades en otras. El grupo y la consiguiente unidad de decisión deriva del control por una o más personas físicas o jurídicas que, sin estar obligadas a consolidar entre sí, vienen actuando sin embargo sistemáticamente en concierto.

La segunda cuestión se refiere a un conjunto de sociedades con un mismo administrador o con la mayoría de los administradores comunes. El criterio del ICAC es también favorable a presumir que existe grupo, criterio éste que tiene un respaldo claro en la redacción del mismo artículo 42.2 CCo que contempla de forma específica la coincidencia en la mayoría de los órganos de administración de las sociedades dominante y dominada(s). La consolidación aparece como un deber que recae sobre la sociedad de mayor activo en la fecha de primera consolidación.

Mónica Fuentes

4. DIRECTIVA SOBRE PRÁCTICAS COMERCIALES DESLEALES

Se ha publicado finalmente en el DOUE (L 149, de 11 de junio de 2005), la *Directiva 2005/29/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) n.º 2006/2004 del*

Parlamento Europeo y del Consejo (Directiva sobre las prácticas comerciales desleales), que persigue la protección de los consumidores en el mercado interior a través de la aproximación de legislaciones.

El artículo 1 de la Directiva aclara que “tiene por objeto contribuir al buen funcionamiento del mercado interior y alcanzar un elevado nivel de protección de los consumidores mediante la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros sobre las prácticas comerciales desleales que perjudican a los intereses económicos de los consumidores”. Pretende así establecer un marco general, supeditado a normas comunitarias que regulen aspectos concretos de tales prácticas desleales, para la protección del consumidor antes, durante y después de la transacción comercial, pero sin perjuicio de las normas sobre derecho de los contratos (en cuanto a su validez, formación o efecto), y sin afectar a otros ámbitos como el de las comunicaciones comerciales. Esta armonización pretende superar las diferencias generadas en la diversidad de regulaciones sobre publicidad engañosa en los Estados miembros, que provocan incertidumbre.

Tras la usual relación de definiciones en su artículo 2.º, la Directiva define en su artículo 5.2 la práctica comercial desleal —que se prohíbe— como aquella que “(a) es contraria a los requisitos de la diligencia profesional, y (b) distorsiona o puede distorsionar de manera sustancial, con respecto al producto de que se trate, el comportamiento económico del consumidor medio al que afecta o al que se dirige la práctica, o del miembro medio del grupo, si se trata de una práctica comercial dirigida a un grupo concreto de consumidores”. Aclara que por tales grupos entiende aquellos que sean “especialmente vulnerables a dichas prácticas o al producto al que se refieran, por padecer estos últimos una dolencia física o un trastorno mental o por su edad o su credulidad”, sin perjuicio de la práctica publicitaria habitual y legítima de efectuar afirmaciones exageradas o afirmaciones respecto de las cuales no se pretenda una interpretación literal.

Aclara el mismo artículo 5.º, en su párrafo 4, que en particular serán desleales las prácticas comerciales engañosas y agresivas.

Así, las prácticas engañosas comprenden tanto las acciones como las omisiones, según detallan los artículos 6.º y 7.º En general, se trata de ofrecer u omitir información falsa o relevante, o presentarla de un modo tal que influya en la toma de decisión sobre una transacción que de otro modo no se hubiera tomado, así como las operaciones que creen confusión con otros productos o signos distintivos de propiedad industrial. Entre los elementos informativos relevantes a estos efectos se encuentran la naturaleza del producto, sus características principales, los compromisos adquiridos por el comerciante, el precio, las reparaciones, los derechos del comerciante y del consumidor.

Por otro lado y a tenor de los artículos 8 y 9 de la Directiva, la práctica agresiva es “toda práctica comercial que, en su contexto fáctico, teniendo en cuenta todas sus características y circunstancias, merme o pueda mermar de forma importante, mediante el acoso, la coacción, incluido el uso de la fuerza, o la influencia indebida, la libertad de elección o conducta del consumidor medio con respecto al producto y, por consiguiente, le haga o pueda hacerle tomar una decisión sobre una transacción que de otra forma no hubiera tomado”, determinable a través de elementos como el lenguaje, las circunstancias de la práctica y su persistencia, los obstáculos no contractuales para el ejercicio de derechos por el consumidor, o las amenazas de ejercicio de acciones legalmente improcedentes o imposibles.

En los artículos 9.º a 13, ambos inclusive, la Directiva expone los mecanismos de defensa frente a estas prácticas, cuya precisa opción legal deja en manos de los Estados miembros. Así, abre la vía a la existencia de códigos de conducta, por una parte, o a la opción o acumulación de acciones judiciales y procedimientos administrativos como medio de perseguir las prácticas desleales.

Los Considerandos de la Directiva aluden a diversas exclusiones, como los requisitos legales de buen gusto y decoro en la publicidad, o la competencia desleal (en cuanto incumbe exclusivamente a las relaciones entre los competidores), la regulación en materia contractual, los derechos de propiedad intelectual y de salud y seguridad. En lo que respecta a los servicios financieros, destaca su complejidad e indica que los Estados miembros podrán ahondar en el desarrollo de la Directiva en este ámbito, así como en la exigencia de requisitos más estrictos de información.

Para garantizar la coherencia de la Directiva con el Derecho comunitario existente se modifican la Directiva 84/450/CEE, del Consejo, de 10 de septiembre de 1984, sobre publicidad engañosa y publicidad comparativa; la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 1977, relativa a la protección de los consumidores en materia de contratos a distancia; la Directiva 98/27/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativa a las acciones de cesación en materia de protección de los intereses de los consumidores; y la Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. El detalle de las modificaciones se encuentra en los artículos 14, 15 y 16 de la Directiva.

La Directiva incorpora dos anexos. El Anexo I es una relación exhaustiva de 31 ejemplos de prácticas comerciales que se consideran desleales en cualquier circunstancia, y que sólo podrá ser revisada mediante modificación de la Directiva, sin perjuicio de que un examen pormenorizado y caso por caso de otras conductas permita su calificación de desleales en tal supuesto (a la vista de lo dispuesto en los artículos 6.º a 9.º). El Anexo II es una interesante recapitula-

ción de las disposiciones de Derecho comunitario que establecen normas relativas a la publicidad y las comunicaciones comerciales.

Para concluir, no podemos dejar de señalar la cierta desesperación que produce la regulación en materia de consumidores, que es un corpus legal en constante regeneración. Manifestábamos en un número anterior de esta Revista (v. *RDBB* [91], pp. 236-238) la esperanza en que, cumpliendo la habilitación conferida por la Disposición final cuarta de la Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo, el Gobierno procediera a refundir en un único texto la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y las normas de transposición de directivas en materia de protección de consumidores. Por desgracia, como Tántalo, parece que nunca alcanzaremos a disfrutarlo, ya que con cuentagotas (como esta nueva Directiva) van desgranándose novedades legislativas que requerirán su debida adaptación. En el caso de la Directiva que comentamos, ya suscitó una pregunta escrita en el Congreso de los Diputados, donde el Grupo Popular inquirió acerca de las previsiones sobre la incorporación al ordenamiento jurídico español de la Directiva, a lo que, con fecha 5 de mayo de 2005 (v. *Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, Serie D-218, 8 de junio de 2005, p. 123), el Secretario de Estado de Relaciones con las Cortes repuso que se estaba (y está) aún en plazo para trasponer la Directiva y que en el momento de contestar ni siquiera estaba aún oficialmente publicada.

Efectivamente, el plazo para trasponer la Directiva es de 24 meses desde su publicación, esto es, antes del 12 de junio de 2007, teniendo posteriormente un plazo adicional de seis meses para aplicar las disposiciones introducidas en implementación de la Directiva.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

5. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DEL CONSEJO DE CONSUMIDORES Y USUARIOS

Por medio del Real Decreto 894/2005, de 22 de julio (BOE de 26 de agosto de 2005, p. 29625) se ha aprobado un nuevo régimen para el Consejo de Consumidores y Usuarios. Dicho Real Decreto invoca la Ley reguladora del derecho de asociación y los precedentes existentes en materia de asociacionismo de los consumidores, indicando la conveniencia de adaptar dicho Consejo a “la evolución social y económica, la complejidad de los mercados y la propia evolución

del derecho de consumo”, como circunstancias que aconsejarían otorgar al Consejo una nueva estructura y funciones. Por eso se ha optado por una regulación específica de este organismo, cuyas funciones enuncia el artículo 2.º del Real Decreto, en línea con su condición de órgano de representación y consulta de las Organizaciones de Consumidores y Usuarios ante la Administración General del Estado. La mayor parte del texto del Real Decreto está orientada a establecer la composición del Consejo y el estatuto de sus miembros, así como las reglas de funcionamiento y de financiación de aquél.

Fernando Barco

6. MODIFICADA LA CIRCULAR SOBRE DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS

Como es conocido, a finales del pasado año el Banco de España dispuso la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros. Su adopción ha llevado aparejada la consiguiente revisión de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, que se ocupaba de los recursos propios de las entidades de crédito, desarrollando de esta forma el régimen establecido mediante la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada. La modificación contable que conllevó la Circular 4/2004, que adaptaba el régimen contable de las entidades de crédito españolas al nuevo entorno derivado de la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) obligaba a hacer lo mismo con el régimen de los recursos propios, alterando la Circular 5/1993, que se había ocupado de definir los conceptos contables computables para el cálculo de insolvencia de las entidades de crédito y sus grupos, sobre la base de las normas de valoración y presentación contenidas en la legislación contable.

De ahí la adopción de la Circular 3/2005, de 30 de junio, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE de 13 de julio de 2005, p. 24969). La nueva Circular lleva a cabo la modificación de diversas normas de la precedente Circular 5/1993, innovando también algunos de los estados incluidos en el Anejo 1 de esta última.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

7. SE PREPARA UNA NUEVA VERSIÓN DE LAS REGLAS Y USOS UNIFORMES RELATIVOS A LOS CRÉDITOS DOCUMENTARIOS DE 1993: DE LAS UCP 500 A LAS UCP 600

La primera versión de las Reglas y Usos Uniformes elaborada por la Cámara de Comercio Internacional data de 1933. Casi veinte años después se produjo su primera revisión, en 1951, momento a partir del cual la adaptación del texto de las Reglas a las cambiantes circunstancias del tráfico comercial se ha venido produciendo cada década, con una periodicidad casi exacta. Así contamos con revisiones en los años 1962, 1974, 1983 y 1993.

Las actualmente aplicables, las Reglas y Usos Uniformes Relativos a los Créditos Documentarios de 1993 (en adelante, RUU 1993), excediéndose de lo que viene siendo habitual en las últimas revisiones, llevan en vigor algo más de 12 años, tal vez porque la cuestión que con más urgencia debía abordarse ya fue tratada por el Suplemento sobre Créditos Documentarios Electrónicos, que apareció en noviembre de 2001 y entró en vigor en marzo del siguiente año, y que, sin alterar su contenido, vino a añadirse a su texto para dar cobertura a los créditos documentarios en los que se produjera la presentación electrónica de los documentos.

La versión que actualmente se elabora no es una mera revisión técnica, sino que se persigue que tenga un alcance mucho mayor. El nuevo texto reflejará muchos cambios que ya se vienen apreciando en la práctica, puesto que, con el objeto de aclarar todas las cuestiones que aún quedaban oscuras en el texto de las RUU 1993, el grupo de trabajo que prepara la redacción del proyecto está teniendo muy en cuenta las últimas Opiniones de la Comisión de Técnicas y Prácticas Bancarias de la Cámara de Comercio Internacional y las novedades que ya se introdujeron en las ISP98 (*International Standby Practices*).

Además se está intentando adaptar la redacción de las reglas a un lenguaje más contemporáneo. Ése es, no obstante, en opinión de los propios redactores, uno de los principales escollos con los que se encuentran, ya que el grupo de trabajo está integrado por miembros que proceden de distintos países, y lo que parece una expresión apropiada para unos, no lo es para otros. Tal dificultad se presenta como prácticamente insalvable, puesto que la utilización de un lenguaje simple no impide que al efectuar la traducción de una determinada expresión a otro idioma se pierda el sentido original del que quiso dotársele.

Por otro lado, al ser muchas las personas implicadas en la revisión, es también muy elevado el número de ideas y sugerencias sobre los términos en los que la misma debe desarrollarse. Uno de los aspectos que más se han debatido en las sesiones del grupo de trabajo es el relativo a si los *standbys* deben seguir encontrando cobertura en las nuevas RUU, si bien parece que finalmente se va a optar por mantener dicha institución jurídica bajo el ámbito de aplica-

ción de estas Reglas. También ha surgido un intenso debate en torno a la palabra “negociación” (que se emplea por las RUU para referirse a una modalidad especial de créditos), la cual nadie se atreve a definir, pero de la que tampoco parecen estar dispuestos a deshacerse. Según algunos de los redactores, no existe necesidad de seguir manteniendo ese término, es más, para ellos lo único que aporta es problemas, pues su sentido no es comprendido por los operadores del tráfico, y no podemos olvidar que los créditos documentarios son una figura eminentemente práctica.

Algunos comités nacionales han intentado introducir un tiempo límite para la aceptación por parte del beneficiario de las enmiendas introducidas en el crédito documentario (modificando así lo dispuesto en el artículo 9.d.III RUU 1993), sin embargo, tal propuesta no parece que vaya a prosperar, pues existe un amplio consenso en la idea de que cualquier modificación del crédito debe ser aceptada expresamente por el beneficiario, sin que quepa admitir que el mero transcurso de un determinado plazo pueda provocar la alteración de los términos iniciales del crédito previamente notificado al beneficiario.

Igualmente se ha planteado la duda acerca de la conveniencia de abordar en algún artículo la práctica de emitir los llamados créditos no-operativos (“non-operative credits”). Al respecto se ha optado por no tratar de una manera explícita en el texto de las Reglas tal especialidad, la cual a pesar de ello se podrá encontrar en la práctica siempre que en un crédito se establezca expresamente que se tienen que dar determinadas condiciones para que éste produzca efectos, no tratándose, por consiguiente, de una modalidad prohibida.

También se ha discutido sobre la expresión “on their face”, que se ha traducido al español como “en apariencia”, y para la que no existe ninguna de significado similar en francés ni en algunas otras lenguas. En cuanto a la coletilla “sin demora”, que aparece en repetidas ocasiones en las RUU 1993 (por ejemplo, artículos 7.a, 7.b, 9.d.II, etc.) y que resulta controvertida y premeditadamente ambigua, se conservará en la nueva versión, según se está concluyendo en los debates. Se justifica tal decisión porque en los casos en que se ha establecido un plazo definido, ha resultado verdaderamente difícil dicha concreción, como sucedió con el plazo para el examen de los documentos, finalmente fijado en siete días bancarios hábiles a partir de la fecha de la recepción [artículo 13.b) RUU 1993], por lo que cuando no se logra un consenso acerca del número concreto de días que debe admitirse, la mejor solución sigue siendo mantener una expresión de ese tipo.

Según parece, se incrementará el número de definiciones, encontrándose entre los nuevos términos definidos el de “applicant”, traducido como ordenante. Finalmente, en cuanto a los documentos que se ocupan de los requisitos que deben reunir los documentos de transporte, existen dos posiciones contrapuestas entre los redactores. La de quienes piensan que se deben introducir más

artículos para dar acogida a diferentes tipos de transporte, frente a la de quienes opinan que deberían reducirse a muchos menos de los que en la actualidad se destinan al desarrollo de esta cuestión.

Con todo, y a pesar de las múltiples cuestiones que aún están abiertas, es previsible que la versión final del proyecto que está redactando el grupo de trabajo pueda estar en manos de los comités nacionales para finales de 2005.

María Jesús Guerrero Lebrón

8. PROCESO DE REFORMA DEL ARTÍCULO 262.5 LSA EN EL PROYECTO DE LEY SOBRE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA (*)

Como es sabido, con ocasión de la tramitación parlamentaria del Proyecto de Ley sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España (BOCG, Serie A, núm 19-1, 28 de enero de 2005), que tiene por finalidad regular esta nueva forma social en cumplimiento del mandato del Reglamento (CE) n.º 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, se introdujeron determinadas modificaciones en el articulado del TRLSA y de la LSRL (enmienda n.º 34, de adición de una nueva Disposición Final Primera, a instancias del Grupo Parlamentario Socialista, BOCG, Serie A, núm. 19-5, de 16 de marzo de 2005, página 24).

Por su extraordinaria trascendencia práctica, destaca la nueva redacción propuesta para el artículo 262.5 TRLSA, en los siguientes términos: “Responderán solidariamente **de las obligaciones sociales posteriores al acacimiento de la causa legal de disolución** los administradores que incumplan la obligación de convocar en el plazo de dos meses la junta general para que adopte, en su caso, el acuerdo de disolución, así como los administradores que no soliciten la disolución judicial o, si procediere, el concurso de la sociedad, en el plazo de dos meses a contar desde la fecha prevista para la celebración de la junta, cuando ésta no se haya constituido, o desde el día de la junta, cuando el acuerdo hubiera sido contrario a la disolución o al concurso”.

(*) Nota de la redacción: La Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España da nueva redacción al art. 262.5 de la LSA y al art. 105.5 de la LSRL, en el apartado 8 de su Disposición Final Primera y en su Disposición Final Segunda, en los términos señalados en la noticia.

Según la motivación de la enmienda, la nueva redacción —que afecta en idénticos términos al artículo 105.5 LSRL— tiene por finalidad llevar a cabo la “necesaria coordinación” que en materia de responsabilidad de los administradores debe existir entre esta ley y la establecida en la Ley 22/2003 de 9 de julio, Concursal, para los casos de “insolvencia de la sociedad causada o agravada por los administradores”, en referencia a la derivada de la aplicación de los artículos 172.2.3.º y 172.3 LC.

La reforma implica una modificación del ámbito objetivo de la responsabilidad por deudas: los administradores sólo responden de las deudas contraídas con posterioridad al acaecimiento de la causa legal de disolución. En consecuencia, el demandante debería probar el momento concreto en el tiempo en que la sociedad incurrió en causa de disolución, para poder probar, como hecho constitutivo de su pretensión, que su deuda fue contraída con posterioridad.

Con ocasión de la tramitación en el Senado del citado Proyecto de Ley (BOCG, Serie A, núm. 19, de 17 de octubre de 2005, página 43), se modifica nuevamente el 262.5 LSA (y el artículo 105.5 LSRL) para introducir un nuevo párrafo que dice: “En estos casos **las obligaciones sociales reclamadas se presumirán de fecha posterior al acaecimiento de la causa legal de disolución de la sociedad, salvo que los administradores acrediten que son de fecha anterior**”.

Según la motivación de la enmienda (BOCG, Serie A, núm 19-9 de 18 de octubre de 2005, página 53) se trata de una presunción “iuris tantum” en relación con el “momento en que se constituyen las obligaciones y créditos contra la sociedad”, que tiene por finalidad contribuir a “matizar adecuadamente” el régimen de responsabilidad de los administradores. En nuestra opinión, sin embargo, la precisión introducida en el Senado quiere invertir la carga de la prueba respecto al momento concreto en el tiempo en que la sociedad incurrió en causa de disolución.

Hay ocasiones en que la información de la que puede disponer el acreedor permite acreditar que la sociedad incurrió en tal situación (v.gr. porque las pérdidas a que hace referencia el artículo 260.1.4.ª LSA aparecen constatadas en las cuentas anuales del ejercicio publicadas en el Registro Mercantil) y que los administradores incumplieron sus deberes (v.gr. al menos desde la fecha límite para la elaboración de las cuentas anuales los administradores debieron convocar la Junta), pero no es posible mayor precisión acerca del momento concreto en que acaeció la causa (v.gr. concurren tales pérdidas desde el primer trimestre del ejercicio), al desconocerse detalles concretos de la actividad societaria o de su situación patrimonial que pueden ser relevantes. Con el texto actual tal precisión no es necesaria porque, transcurridos los plazos legales, los administradores responden de todas las deudas sociales, es decir, anteriores o posteriores al acaecimiento de la causa. Sin embargo, si se consuma la reforma,

la determinación del momento concreto en que acaeció la causa de disolución será muy relevante, pues la responsabilidad se limitará objetivamente a las deudas contraídas con posterioridad al mismo.

Con la matización introducida en el Senado, sobre todo para aquellos casos en que no consta el momento concreto en el tiempo en que concurrió la causa de disolución, el legislador opta por presumir que la deuda fue contraída con posterioridad o, lo que es lo mismo, que la causa de disolución concurrió en un momento anterior, a menos que los administradores se opongan a la demanda y aleguen y prueben lo contrario. En definitiva, la prueba que deberán ofrecer versará, no tanto sobre el momento en que se contrajo la deuda (que en la mayoría de los casos no planteará especiales problemas), sino principalmente sobre el momento concreto en el tiempo en que acaeció la causa de disolución, para demostrar que fue con posterioridad a aquél, y recaerá sobre quienes, en principio, estarán en mejor posición para probarlo. Es evidente, no obstante, que la norma deberá ser objeto de detenido estudio antes de formular conclusiones definitivas.

Fernando Marín de la Bárcena

9. GRAN BRETAÑA: SENTENCIA SOBRE LA DILIGENCIA EXIGIBLE A LOS CONSEJEROS INDEPENDIENTES

Es conocido que uno de los principales efectos del movimiento a favor de un mejor gobierno de las sociedades ha sido la clasificación de los miembros del Consejo en diversas categorías. Entre éstas aparece la de los consejeros no ejecutivos o externos, que se opone a la de los ejecutivos que son quienes asumen la gestión diaria de la sociedad. En la de los consejeros no ejecutivos suele distinguirse, a su vez, entre aquellos consejeros que representan a los accionistas significativos (conocidos como consejeros dominicales) y los independientes que no guardan relación alguna con los otros consejeros ni con los accionistas significativos. Se trata de una distinción que, a pesar de su arraigo en el lenguaje jurídico-empresarial, se topa con frecuencia con una realidad legislativa incuestionable en ordenamientos en los que, como el español, el Derecho sustantivo no ha adoptado previsión alguna en la regulación del órgano de administración y de sus miembros inspirada en esa caracterización. De ahí que una de las cuestiones más imprecisas del gobierno corporativo sea la de prolongar la simple clasificación de los consejeros en una determinación jurídica diversa del estatuto de cada una de dichas categorías.

En fecha reciente, los Tribunales británicos han tenido ocasión de abordar una cuestión tan importante como la de cuál resulta ser la diligencia exigible a los consejeros no ejecutivos. El fallo recaído en el procedimiento que enfrentaba a la Administración con los Sres. Swan y North no ha pasado desapercibido por su valor pionero (v., en particular, la cuidada referencia de HOWELL, C., *Secretary of State v Swan and North*, J.B.L., septiembre 2005, pp. 640-647). Como ha recordado la autora indicada, la posición de los consejeros independientes o *non-executive directors* mereció una especial atención precisamente en Gran Bretaña, como acredita el llamado Informe Higgs, cuyas recomendaciones se acabaron incorporando al *Combined Code* [v., en esta misma Revista, “Gran Bretaña: impulso gubernamental a la revisión del papel de los consejeros independientes”, RDBB núm. 87, 2002, pp. 324-327]. Como también la experiencia británica apunta a otro caso importante derivado del reproche de negligencia a, nada menos, que nueve antiguos consejeros independientes de la compañía *Equitable Life*, que habrían vulnerado sus deberes al no solicitar un adecuado asesoramiento legal.

En el caso que motiva esta nota, el enfrentamiento entre el Gobierno y los dos administradores demandados se produjo en relación con la vigencia de la inhabilitación o “disqualification” de administradores, que contemplada en la *Company Directors Disqualification Act* de 1986, se introdujo con la finalidad, entre otras, de incentivar la actuación de unos consejeros a la hora de controlar y corregir la de otros miembros del Consejo. Se trata de una medida que, aun teniendo como criterio principal el de la defensa de los intereses de los acreedores, también puede ser adoptada con la intención de proteger a los accionistas minoritarios o a los inversores (v. DAVIES, P., *Principles of Modern Company Law*⁷, Londres, 2003, p. 211 y ss.).

Dicha inhabilitación se plantea sobre todo ante situaciones de insolvencia de la sociedad administrada. Lo que reclama esa posibilidad legal es el análisis en cada caso concreto de la diligencia del administrador, entendida como la capacidad y cuidado que concurren en su persona en relación con la función que está llamado a realizar. Se trata de una valoración esencialmente subjetiva, que atiende a los conocimientos y a la experiencia de cada persona, y que también ha de tomar en cuenta el grado de dedicación que corresponde a la posición que el consejero ocupa. En algunas decisiones judiciales, se había dicho que un consejero no estaba obligado a prestar una permanente atención a la marcha de la sociedad y que su responsabilidad no podía establecerse por aquello que no había hecho, sino por lo que efectivamente había realizado. En circunstancias normales, era comprensible que los consejeros no ejecutivos dejaran la gestión ordinaria en manos del “management” y confiaran en la información que los ejecutivos facilitarían.

Esos criterios se vieron también ampliados con otros de carácter objetivo: la diligencia de cualquier consejero debería tomar en cuenta la categoría a la

que pertenecía el sujeto en el seno del órgano de administración. Sin perjuicio de ello, algunos casos notorios de insolvencias empresariales (que detalla HOWELL, op. cit., p. 642) fueron abriendo paso a una mayor exigencia de los consejeros en cuanto a lo que cabía entender como un comportamiento diligente. La posición se aproximaba a la orientación que ha acogido el artículo 127.2 LSA, reformado por la Ley de Transparencia: la diligencia impone a cada uno de los administradores el deber de informarse sobre la marcha de la sociedad (sobre este deber, v., por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, Cizur Menor, 2005, pp. 173-176).

Como sintetiza la jurisprudencia británica, los administradores tienen que adquirir y tener un conocimiento y comprensión adecuados de la actividad de la sociedad: tienen que preguntar y si no entienden lo que se les explica, deberían de plantearse su renuncia al cargo (actuación que reclama también el “Combined Code”). La existencia de funciones delegadas en otros administradores es un argumento admisible hasta un determinado grado. El funcionamiento de la sociedad reclama esa delegación de facultades en algunos consejeros, pero ello no dispensa a los demás de supervisar la actuación de los delegados. Confiar en éstos también es razonable pero siempre que no suponga una fe ciega.

Éstas y otras combinaciones similares conducen a requerir de manera expresa un deber positivo o un deber de actuar de todos los consejeros, que por supuesto también alcanza a los llamados consejeros independientes, que están abocados a desarrollar un papel destacado en los mecanismos de control del propio Consejo, entre otras razones, porque sus deberes y responsabilidades son los mismos que los de los demás consejeros (incluidos los ejecutivos), sin que aquéllos tengan el conocimiento detallado de la marcha de la sociedad que disfrutaban estos últimos.

En ese marco general de creciente exigibilidad hacia los consejeros independientes y de rechazo de la dedicación parcial o de la falta de información como causas de exoneración de responsabilidad, se produce la sentencia que afectó a los ya citados Swan y North. Decisión interesante puesto que se aplicó, de un lado, al primer ejecutivo de una sociedad y, de otro, a uno de los consejeros no ejecutivos de la misma, cuya responsabilidad se denunciaba por causas diversas, pero que terminaron compartiendo idéntica medida sancionadora: fueron inhabilitados por decisión ratificada jurisdiccionalmente.

El Sr. Swan era Presidente y “chief executive officer” de una sociedad cotizada, que se vio implicado en el libramiento de cheques entre dos sociedades del grupo por importantes cantidades. El libramiento provocó que, durante el plazo que transcurría entre éste y su compensación bancaria, las dos sociedades aparecían como titulares de esas cantidades. En esas fechas se produjo la venta de otra filial del grupo. Entre la documentación requerida tenía que incorporarse una declaración acerca del endeudamiento dirigida a los accionistas. La

operativa con los cheques indicados y firmados por Swan afectaba a la validez de la información facilitada. El Juez admitió la alegación de Swan en cuanto a que esa declaración había sido preparada por el departamento financiero de la sociedad, pero criticó la conducta de éste en relación con los cheques. La experiencia y posición de Swan no permitían aceptar que éste no hubiera advertido el carácter irregular y sospechoso de los cheques que firmó.

A su vez, el Sr. North era un consejero independiente de la misma sociedad, siendo también Presidente del Comité de Auditoría y Retribuciones. Tenía una acreditada experiencia como contable y había ocupado importantes funciones en el Consejo de otras sociedades. Al abordar su caso se subraya la indeterminación del “status” de esa categoría y lo que aparecen como expectativas razonables de actuación de quienes ocupan esos cargos en sociedades cotizadas. El Sr. North tenía preparación y experiencia suficientes para tomar en seria consideración las denuncias que recibió de un ejecutivo acerca de la existencia de irregularidades contables y financieras en el grupo. Tendría que haber advertido que estaba ante un hecho a denunciar o, por utilizar la terminología al uso, ante un “whistleblowing incident”. Se conformó con una breve reunión con el Sr. Swan y el responsable financiero afectado, sin ir más allá, lo que sin duda le habría llevado a descubrir la manipulación de cheques antes relatada. Alegar confianza en el Director financiero de la compañía no exoneró de responsabilidad para el Sr. North. El criterio del Juez fue especialmente severo. Consideró que estaba ante una actuación inapropiada, insatisfactoria e inadecuada, tomando en cuenta las serias denuncias recibidas, que a una persona experta obligaban a profundizar en la investigación, a comentar este asunto con los demás consejeros independientes y con los auditores de la sociedad y, por último, a plantearlo en una reunión del Consejo de Administración. No cabe duda de que éste era uno de los momentos en donde se esperaba de un consejero independiente que actuara con un criterio propio, decidido y valiente. Una actuación en la que no se den esas circunstancias pone en cuestión la propia validez de la figura.

El relato de los hechos anteriores lleva a concluir que se ha producido una creciente exigencia en la actuación honesta, íntegra y competente de los administradores de las sociedades cotizadas, lo que conlleva sin duda, un adecuado desarrollo de funciones de supervisión y control. Los consejeros independientes han estado cuestionados desde los primeros momentos de su irrupción, lo que ha dado lugar a que se les exija una especial integridad, pero también una manifiesta decisión de enfrentarse a sus compañeros cuando la situación así lo demanda. Estamos ante un caso que supone una llamada de atención para todos los consejeros independientes, de los que se espera no sólo una condición personal irreprochable, sino una decidida intención de actuar e informarse. En otro caso, su pasividad se convertirá en la fuente de su responsabilidad. Como sinte-

tiza HOWELL: “Mr. North was not dishonest and he had done nothing wrong, but that was the problem, he had done nothing”.

No parece discutible que la doctrina sentada en este asunto puede tener validez en relación con la actuación de los consejeros independientes de nuestras sociedades cotizadas. Se trata de evaluar la diligencia de los consejeros, y en esa tarea los argumentos manejados son plenamente predicables con respecto a sociedades españolas y a sus consejeros ejecutivos e independientes.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

10. INFORME DEL TAKEOVER PANEL SOBRE EL EJERCICIO 2004-2005

Como es habitual, se ha publicado el Informe del “Takeover Panel” (*en adelante, “el Panel”*) relativo al ejercicio 2004-2005, cerrado a 31 de marzo de 2005, donde, aparte de una exposición sucinta de la estructura y funciones del Panel, se recapitulan sus actividades durante el referido período en su función de administración del *City Code on Takeovers and Mergers* (*en adelante, “el Code”*).

El Presidente, Peter Scott, relata en su exposición los hechos más relevantes del ejercicio, entre los que destaca los trabajos para la transposición de la Decimotercera Directiva (Directiva de OPA's), que, por el momento, se reflejan en la sensibilidad demostrada por el Gobierno británico hacia el mantenimiento de la independencia, rapidez y flexibilidad del “Panel”, según consta en el Documento Consultivo emitido por aquel. Subraya el descenso en el número de ofertas examinadas (114 frente a 136 el ejercicio pasado), que casi vuelve a los niveles de 2001 y 2002, manteniendo una tendencia de cuatro años consecutivos casi en la mitad de los niveles de 1999 y 2000. Destaca igualmente el incremento de la publicación de las ofertas en un estado preliminar (las denominadas “ofertas virtuales”), generalmente para evitar filtraciones, pero también por otras causas (permitir el inicio de una auditoría legal o de una autorización administrativa), lo cual será cada vez más común. Por otra parte, resalta el trabajo desarrollado por el *Code Committee* y agradece las detalladas respuestas recibidas a sus documentos de consulta. Finalmente, enfatiza la estrecha colaboración que el *Panel* mantiene con la autoridad supervisora (la *Financial Services Authority*), y cierra con un recuerdo al fallecido Sir David Calcutt, Presidente del *Panel* durante años.

También comprende el informe la declaración del Presidente del *Code Committee*, Donald Brydon, exposición que sólo se incluye desde hace algunos

años en el informe y que ha ido ganando en detalle en sus explicaciones sobre los trabajos de revisión y propuestas de modificación del *Code*. En este ejercicio, el *Committee* ha publicado tres nuevos Documentos de consulta (“Public Consultation Papers” o “PCP”) y tres Declaraciones de respuesta (“Response Statements” o “RS”). Explica Brydon el procedimiento general de elaboración de estos documentos: cuando se acuerda abordar un tema, se encarga un borrador al “Executive”, quien lo elabora con el asesoramiento de expertos; una vez aprobado el borrador, el PCP se publica y se “cuelga” en Internet, sometiéndolo a consulta pública durante seis a ocho semanas; a la vista de las contestaciones, el “Committee” publica la correspondiente RS. La RS 2004/3 aborda la negociación de valores por personas vinculadas a la oferta, detallando la aplicación de los conceptos de “acción en concierto” y “asociado”, delimitando la presunción de “concierto”. Las RS 2004/1 y 2004/2 se ocupan de las exigencias de plazo para que los potenciales oferentes manifiesten sus intenciones. Las RS 2004/3 y 2004/4 sirvieron de base para modificar el *Code* en cuanto al carácter restrictivo de la interpretación de las circunstancias en que puede aceptarse el establecimiento de condiciones previas. El pasado mes de enero se inició un amplio proceso de consulta pública sobre la negociación de opciones y derivados por las partes implicadas en una oferta, considerando su incremento significativo en los últimos años, que dio lugar a los PCP 2005/1 y 2005/2. Por último, hace alusión a las consecuencias de la Directiva de OPA’s en el *Code*, afirmando que, a juicio del “Committee”, los cambios en el *Code* deberán ser limitados. Concluye alabando el papel de los agentes del mercado y agradeciendo su colaboración, con perspectiva práctica, en el desarrollo del *Code*.

El Director General, Richard Murley, también refiere los trabajos realizados para la implantación de la Directiva de OPA’s, colaborando con el *Department of Trade and Industry*, destacando que se proyecta convertir el *Takeover Panel* en un órgano de creación legal. En el ejercicio se han publicado cinco Declaraciones Prácticas (“Practice Statements” o “PS”) —que no forman parte del *Code* ni de las SARs (Reglas sobre Adquisiciones Relevantes de Acciones)—, con los números correlativos 5 a 9, que no sustituyen la preceptiva consulta al “Panel”. Destaca, finalmente, que el “Panel” acumula un superávit de más de cinco millones y medio de libras esterlinas, con un aumento de casi un millón de libras en los ingresos del ejercicio respecto del anterior.

Al igual que en ejercicios anteriores, el *Appeal Committee* no ha resuelto apelación alguna, puesto que el “Panel” estimó previamente el único recurso formulado contra decisiones del “Panel Executive”.

En relación con las declaraciones y comunicados más importantes emitidos en el ejercicio, cabe destacar los relativos a *Canary Wharf Group Plc*, *Marks and Spencer Group Plc*, *Countryside Properties Plc-Cophthorn Limited-*

Rock Pacific Limited, QXL Ricardo Plc-Tiger Acquisition Corporation Limited-Beleggingsmaatschappij Florissant NV, Woolworths Group Plc-Apax Partners Worldwide LLP y British Vita Plc-Texas Pacific Group.

(En relación con informes del Panel de años anteriores, cfr., por todas, DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, *RDBB* 96, pp. 279-281).

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

11. MODIFICACIONES EN EL REGLAMENTO DE AUDITORÍA

En el BOE del pasado 14 de octubre de 2005, se publicó el Real Decreto 1156/2005, de 30 de septiembre, por el que se modifica el Reglamento que desarrolla la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre.

Las modificaciones que se introducen en el citado Reglamento son consecuencia de la previa modificación de la Ley 19/1988 que se operó, en virtud de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

La reforma del citado Reglamento ha afectado a dos cuestiones, que son: en primer lugar, el régimen de acceso al Registro Oficial de Auditores de Cuentas (en adelante, ROAC) y, en segundo lugar, a un aspecto de la fianza que deben prestar los auditores para ejercer su actividad profesional y, en concreto, a lo previsto en la parte final del artículo 35, apartado uno del mismo texto legal.

Respecto al primero, es decir, al régimen de acceso al ROAC por quienes pretendan ejercer legalmente la actividad de auditoría de cuentas, la nueva regulación abandona el sistema previsto en la regulación anterior, que se basaba en la superación de un examen de aptitud profesional realizado por cada una de las corporaciones representativas de los auditores de cuentas, para establecer un sistema de convocatoria única, a propuesta conjunta de las citadas corporaciones de derecho público, previa aprobación de la misma por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, (en adelante, el ICAC) que se publicará mediante orden del Ministro de Economía y Hacienda. Subsidiariamente, si las Corporaciones de referencia no proceden a realizar la convocatoria, podrá hacerlo el ICAC.

La nueva redacción del Reglamento introducida por el RD 1156/2005, contiene y desarrolla las normas sobre periodicidad de la convocatoria del exa-

men y sobre la composición y funcionamiento del tribunal. Al respecto, se establece que el contenido del programa será el previsto en cada orden de convocatoria. La convocatoria tendrá, con carácter general, una periodicidad bienal y no podrá limitar el acceso a las pruebas a todas aquellas personas que cumplan los requisitos establecidos por la Ley 19/1988 y el Reglamento que se comenta. El Tribunal estará constituido por: un Presidente, que será un representante del ICAC; un número par de vocales, entre los que habrá de contarse con un representante, al menos, de cada corporación de derecho público representativa de los auditores de cuentas; un catedrático de universidad experto en las áreas de conocimiento relacionadas con alguna de las materias incluidas en el programa; varios representantes del ICAC y, un secretario, que actuará con voz y sin voto y que será designado a propuesta de las citadas corporaciones de derecho público.

La modificación descrita en líneas anteriores ha sido realizada, según se manifiesta en la Exposición de Motivos del Reglamento que se comenta, con la finalidad de garantizar la igualdad y equidad en las condiciones de acceso al ROAC y de contribuir a homogeneizar los requisitos exigidos para ejercer la actividad de auditoría de cuentas.

El segundo aspecto que modifica el Real Decreto 1156/2005, se refiere a la fianza y, en particular, ha sido modificado el apartado uno del artículo 35, del Reglamento de Auditoría que se refiere a la fianza y cuya nueva redacción afecta tan sólo a la segunda parte del citado apartado 1, disponiendo que la fianza tendrá que garantizar, hasta el límite que resulte de la aplicación de los apartados 2 y 3 del mismo precepto —apartados que no han sido modificados—, las responsabilidades que puedan deducirse de la actividad de auditoría de cuentas, por las reclamaciones que se planteen durante el período en que consten como auditores ejercientes o sociedades de auditoría inscritas en el ROAC o en el año inmediatamente posterior a aquél en el que cesen en la citada actividad. La Disposición Transitoria única establece que los auditores dispondrán de un año, contado a partir de la entrada en vigor del Real Decreto que se comenta, para adaptarse a lo dispuesto, según la nueva redacción, en el artículo 35, 1 del Reglamento de Auditoría.

Christi Amesti Mendizábal

12. TERCER SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO DE LOS NEGOCIOS (CONVERGENCES AND PARALLELISMS IN CORPORATE AND INSOLVENCY LAW WITHIN THE USA-EU FRAMEWORK)

1. Organización y objetivos del Seminario

Celebrado en la Harvard Law School de la Harvard University, esta tercera edición del Seminario, consolida el camino que se inició en el año 2003 y pone de manifiesto el éxito de un proyecto cuyo fin no es otro que el intercambio fructífero de ideas entre especialistas de ambos lados del Atlántico.

Así, y gracias de nuevo a la labor de organización del *European Law Research Centre* y del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, así como al patrocinio, un año más, de la Fundación ICO, Garrigues Abogados y Asesores Tributarios y Allen & Overy, esta nueva edición tuvo lugar los días 16 y 17 de mayo. Dada la amplitud de temas que sugería el título abierto de este Seminario, las contribuciones de los ponentes así como las diversas comunicaciones presentadas se agruparon en tres bloques temáticos claramente diferenciados, lo que sin duda supuso una excelente manera de entender e interrelacionar asuntos ligados a problemas específicos.

El objetivo de este seminario, que no es sino el estudio de las cuestiones actuales del derecho mercantil desde una perspectiva comparada, aunque esbozado ya en la primera edición se ve sin duda reforzado año tras año no sólo por la mayor implicación de cada uno de los comunicantes, sino sobre todo, por la madurez del propio proyecto y la idea, plenamente implantada, de la conveniencia y necesidad del intercambio de opiniones en el marco en un debate internacional.

Sin perjuicio de la posible publicación de los trabajos presentados, sirva esta reseña de avance de lo que en este Tercer Seminario Harvard-Complutense se debatió.

2. Contenido y desarrollo

Como se ha señalado, el seminario, desarrollado en dos jornadas, orbitó en torno a tres grandes grupos temáticos. En efecto, desde la perspectiva de las sociedades cotizadas, se analizaron en primer lugar, algunas de las cuestiones más importantes relativas al mercado de control de las grandes empresas; en segundo término, se presentó la oportunidad de debatir las reformas proyectadas en el derecho Comunitario, en especial, las novedades que presenta el proyecto de Segunda Directiva y el problema de la crisis del concepto de capital; para finalizar, y tras estudiar la problemática del control de las grandes empre-

sas y si tiene o no sentido crear un sistema de posibilidades y responsabilidades en torno al concepto “capital” se cerró el Seminario con las aportaciones sobre el tema de la insolvencia y el concurso.

Así, tras la inauguración de esta edición por el Director del Real Colegio Complutense, el Profesor Ángel Saenz-Badillos, se inició la sesión del lunes 16 dedicada a la problemática propia de las grandes sociedades cotizadas: el control.

El Profesor Mark J. ROE, Profesor of Law (Harvard Law School), con su ponencia “Legal Origin and the Stock Market in the 20th Century”, puso sobre la mesa la realidad de los mercados de capital y su capacidad de “sanar” los problemas nacidos de la separación “propiedad/control” en las sociedades de capital disperso. Con la ayuda de abundante material basado en datos empíricos, el Profesor Roe partió de la diferencia del papel que ocupan los mercados regulados en los Estados donde la separación control/propiedad es patente, y por lo tanto se generan los problemas de “control del ‘management’” y aquéllos otros en que sí existe un “accionista” dominante. Tras señalar el diferente alcance de las soluciones al control societario según que estemos en sistemas jurídicos basados y nacidos del Common Law (caso de EEUU) o ante un origen de los mercados secundarios, esto es, de la protección de los inversores, en el *Corporate Law* (caso del Derecho Español), contrastó las virtudes y defectos de cada una de estas realidades. Así, frente a la dificultad de controlar directamente por parte del “derecho societario” las desviaciones de control, y de quedar reducida su posibilidad de enmendar y solucionar los problemas de “mal gobierno” sólo de manera indirecta mediante “takeovers” hostiles, las soluciones de los ordenamientos del *Civil Law* cuentan con el pesado lastre de una regulación excesiva y por tanto con la imposibilidad de obtener mercados secundarios eficaces.

La intervención del Profesor D. LUIS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, titulada “Corporate Control Market: problems and trends”, analizó ese mecanismo de control indirecto del que hablaba el Profesor Roe: los “Takeovers”. En el contexto de las recomendaciones del *High Level Group of Company Law Expert (Winter Report)*, así como de los principios en que se basa de 13.^a Directiva Comunitaria, examinó el Profesor Fernández de la Gándara las diferencias entre, de una parte, las barreras técnicas a las adquisiciones de control desde el punto de vista de las diferentes medidas defensivas llevadas a cabo por el “management” objetivo del intento de toma de control y de otra, las barreras estructurales analizadas desde la diferente óptica según estemos ante un modelo de concentración accionarial, típico de los países europeos, o de dispersión de capital, más usual en los mercados anglosajones. Por último analizó el Profesor Fernández de la Gándara las posibilidades y límites del modelo anglosajón a la hora de definir y dirigir la política comunitaria proyectada en el actual proceso de modernización del derecho europeo de control societario.

Tras estas dos primeras intervenciones, la sesión de la tarde del lunes 16 comenzó con la comunicación del Profesor ALBERTO J. TAPIA HERMIDA. Bajo el título “Cross-border mergers and acquisitions in Europe: Lessons from several recent cases”. Nos brindó el Profesor la oportunidad de conocer, de la mano de casos reales las dificultades y mecanismos de concentración intracomunitaria de sociedades. Asuntos como la OPA de SECILPAR, SA sobre CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, la absorción de ABBEY NATIONAL BANK PLC por el BANCO SANTANDER —mediante una operación “extraña” que sigue el procedimiento de la “scheme of arrangement” de la sección 425 de la Companies Act inglesa— o la OPA del BBVA sobre la BANCA NAZIONALE DEL LAVORO, SpA, muestran la pluralidad y versatilidad de instrumentos al alcance a los operadores para llevar a cabo sus proyectos de concentración.

Precisamente la concentración económica ilustrada por el Profesor Tapia Hermida puede conducir a la realidad que sirvió de base a la ponencia del Profesor REINIER KRAAKMAN, Profesor of Law (Harvard Law School). En efecto, con “Pyramis, Dual Class Stock, and Cross-Ownership: A Problem, a Solution, or Both?” planteó el Profesor Kraakman los problemas y las soluciones que la estructura societaria basada en el control de los minoritarios tiene frente a otro tipo de estructuras como la de capital difuso o la de un accionariado mayoritario de control. Tras describir la realidad de los grupos, en los que la separación de la propiedad y el control se lleva a cabo por un lazo de jerarquía, y demostrar la posibilidad de controlar vía grupo a las sociedades de base con un porcentaje de capital ínfimo, planteó el Profesor algunas medidas correctoras del sistema de control minoritario, y aplicadas en un buen número de grandes sociedades, tales como la “Dual Class Equity”, entendida como instrumento transparente para separar control y voto en el porcentaje deseado. Concluyó la ponencia con el planteamiento de la “EU’s Breakthrough Rule”, recogida como opción en la propia Directiva sobre “Takeovers”, y con la idea de que en un mercado transparente, sí puede afirmarse que el control societario en manos de un accionariado “familiar” reduce los problemas de agencia.

Dejando ya a un lado la idea amplia de control y las diversas maneras de darse en la realidad de las grandes sociedades, la estructura accionarial, concluyó la sesión del lunes con tres aportaciones que incidían en el específico ámbito de la administración societaria.

En efecto, la ponencia presentada por el Profesor GAUDENCIO ESTEBAN VELASCO, titulada “Systems of management and control: current trends and the situation of the Spanish regulation”, sirvió de excelente guía para entender el debate actual sobre los sistemas de administración y control de las sociedades anónimas, que se mueven entre el sistema monista o dualista. Centrada en el control de la administración como elemento del sistema de gobierno corporativo interno, y dejando por tanto fuera otro tipo de controles externos, tales

como el control contable o el del mercado de valores, describió el Profesor Esteban la realidad del derecho comparado comunitario en el que se dan, con multitud de matices, ambos sistemas, monista y dualista. Analizó a continuación el modelo vigente en el ordenamiento español para todas las sociedades anónimas (sistema monista tradicional), y el impulso de los Códigos de conducta y el cambio, de la mano de las últimas reformas legislativas hacia un sistema monista reformado, para concluir con la novedad —y oportunidad para el legislador español— que en este punto plantea la aprobación del Reglamento sobre el Estatuto de la Sociedad Europea. Desde la convicción de que no hay un sistema que “a priori” pueda considerarse “el mejor sistema”, concluyó el Profesor señalando la tendencia a la convergencia en el sentido de fortalecer la función de control.

Tras el debate que abrió el tema expuesto por el Profesor Esteban, la Profesora BLANCA PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO describió, con la comunicación “The New Directive concerning Board responsibilities”, el contenido de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de octubre de 2004 relativa a las responsabilidades del Consejo de administración en su conjunto por las informaciones financieras y no financieras de la sociedad incidiendo especialmente en la cuestión de la exigencia de responsabilidad colectiva de los miembros del Consejo.

Por último, el Profesor FRANCESCO TOTARO, con su comunicación “Lender control liability in project financing”, nos acercó a un específico supuesto de responsabilidad en el seno de la administración y control: la del financiador en los supuestos de “project financing”, y la posibilidad o no de aplicar a éste, en orden a la exigencia de responsabilidad, el concepto de administrador de hecho.

Cerrado el primer bloque, comenzó la sesión del martes 17 con la ponencia de la Profesora CARMEN ALONSO LEDESMA, titulada “The proposal for amending the Second Council Directive: an overview on the function of capital”, el trabajo sirvió de introducción y clarificación al segundo gran tema de este seminario: la función del concepto capital social. Describió la Profesora Alonso las principales medidas que la Comisión, haciendo suyas varias de las conclusiones del informe Winter, introduce en esta propuesta de II Directiva. Avanzando el contenido de alguna de las contribuciones que seguirían a lo largo de la jornada, mencionó la Profesora cuestiones claves como la posibilidad de las acciones sin valor nominal, el tema de la asistencia financiera o el carácter de los diferentes mecanismos de financiación de las grandes sociedades.

En efecto, y tras un interesante debate a la luz de la funcionalidad del capital y de lo arriesgado de introducir “elementos extraños” a un sistema basado en él, sin el análisis en profundidad de la necesidad o conveniencia de sustituir los principios en que se basa por criterios de “solvencia”, en ocasiones,

de difícil comprensión, la siguiente ponencia, a cargo del Profesor LUIS VELASCO SAN PEDRO, y bajo el título "Financial assistance reform in Europe", analizó el origen histórico de la prohibición de que las sociedades anónimas adelanten fondos, concedan préstamos o den garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero contenida en el artículo 23 de la II Directiva. Tras exponer el discutido fundamento de la prohibición, que podría pasar por impedir abusos por parte de los administradores o evitar la desviación de recursos sociales, el Profesor Velasco analiza la propuesta de reforma que en este punto introduce la II Directiva, y que se cristaliza en una flexibilización de prestar asistencia financiera, permitiendo que se realice cumpliendo con las condiciones que se establecen en el nuevo artículo 23.11 que proyecta incluirse, y que tienen que ver con unas condiciones de mercado justas, la no-afectación al patrimonio vinculado, el mantenimiento de la liquidez y solvencia de la sociedad o la aprobación previa de la Junta General.

Tres comunicaciones más cerraron la sesión matinal del martes 17 de mayo. La Profesora MARÍA DE LA SIERRA FLORES DOÑA, analizó en su comunicación "Proposal for amending the Directive about the company acquisition of own shares and assessment of the Spanish experience", la configuración de las acciones propias según la proyectada reforma de la Directiva de capital. Con una cuidada presentación, expuso los problemas que tiene la configuración dentro del capital de estas acciones, los límites en su utilización y su virtualidad como instrumento de financiación.

Por su parte bajo el título "The problem of capital formation of a company formed by means of an economic concentration's procedure. Analysis from the point of view of the modernization of the current regime in the Second Council Directive", la Profesora SAGRARIO NAVARRO LÉRIDA, expuso la dificultad de aplicación de los principios que tradicionalmente han regido la formación del capital en la fase de fundación de la SA en los casos de reestructuración económica, en especial, en la fusión con creación de nueva sociedad y en el nuevo procedimiento de creación de la SE holding, analizando las consecuencias que la proyectada reforma de la II Directiva tiene en estos procedimientos, en especial, la posibilidad de emitir acciones sin valor nominal o la eliminación de la obligación de valorar las aportaciones no dinerarias por un experto independiente.

Cerró este bloque la aportación del Profesor MANUEL SÁNCHEZ ÁLVAREZ, quien con su comunicación "The EC PLAN'S TO MOVE FORWARD: A CRITICAL APPROACH" analizó de nuevo los problemas de agencia consustanciales a las SA y el limitado efecto paliativo que las medidas orientadas al buen gobierno corporativo tienen. De la mano del contenido del Plan de Actuación nacido de la Comunicación que la Comisión Europea elevó al Consejo y al Parlamento, titulada "Modernizando el Derecho de sociedades y reforzando el Gobierno corporativo en la Unión Europea", estudió el Profesor

Sánchez los orígenes del Gobierno Corporativo y las intenciones que tras ese plan de actuación se esconden.

Se llegó así a la última sesión de esta tercera edición del Seminario, dedicada como se anticipó, a las crisis empresariales.

A modo de introducción y desde la perspectiva del derecho norteamericano, la Profesora ELIZABETH WARREN (Harvard Law School), planteó en su ponencia “Corporate Reorganization in the USA: An evolving system”, los problemas de la reorganización empresarial desde el punto de vista de la situación en que se encuentra la empresa concursada y la necesidad de, ante un plan de viabilidad, seguir con el negocio empresarial. Qué intereses deben velarse en este punto y quién debe velarlos fue el principal objeto de una ponencia que puso especial interés en las soluciones recogidas en lo que se conoce como CHAPTER 11 y en la postura tanto de los acreedores como del equipo directivo de la sociedad concursada, que puede conservar el control —tomando así la denominación de “debtor in possession” (DIP)—.

Tras la comunicación presentada por la Profesora CARMEN GALÁN LÓPEZ, titulada “Credits offset in international related bankruptcy proceedings”, y que nos aproximó al difícil tema de la compensación de créditos en los procedimientos concursales, en especial en los procedimientos concursales internacionales, se presentaron a lo largo de esta última sesión una relación de comunicaciones que, de una u otra manera, expusieron algunos de los temas más problemáticos de las situaciones concursales, con la nueva regulación española.

En un intento de ordenar temáticamente lo expuesto, si bien sin ser fiel al orden de participación de los comunicantes, las aportaciones trataron desde el problema de los intereses a tener en cuenta en la situación de insolvencia, y por ello las posibles “alteraciones” en el régimen competencial de los órganos societarios ante el concurso, pasando por el siempre polémico tema de la responsabilidad de los administradores, ya ante la situación de crisis en general, ya en el supuesto de convenio con acreedores, o de las repercusiones que la eventual sentencia de calificación como culpable del concurso pueda tener, para por último llamar la atención sobre dos temas específicos: uno relacionado con la polémica de los créditos garantizados por personas especialmente relacionadas (artículo 87.6 LC) y el otro con una realidad no suficientemente tratada en nuestro ordenamiento, el concurso de consumidores.

En primer lugar, la comunicación presentada por el Profesor FERNANDO MARÍN DE LA BÁRCENA (“Shareholder’s interests and interest of the state during the bankruptcy proceedings”), acercó el tema, subyacente en todo el procedimiento concursal de cómo debe resolverse el conflicto entre los intereses de los accionistas y los intereses propios del concurso, afirmando que a pesar del mandato de la LC española de que la administración de la sociedad

debe ser conservativa en interés del “concurso”, tal interés no debe identificarse exclusivamente con el interés de los acreedores, dado que existe un interés del deudor a alcanzar un convenio, que debe ser protegido.

En esta línea, la Profesora ISABEL FERNÁNDEZ TORRES, analizó bajo el tema “Effects of the winding-up on a company under insolvency proceedings”, el papel de la Junta General de la sociedad declarada en concurso, del momento en que se produce la disolución de la misma, de las posibilidades de actuación en fase liquidativa y la polémica de tener de definir qué debe entenderse por actuaciones conservativas o no de la masa, y por ello de si decisiones “soberanas” de la Junta en una situación de normalidad patrimonial, tales como el cambio de objeto social, pueden o no llevarse a cabo.

Entrando en el tema de la responsabilidad del órgano de administración de la sociedad declarada en concurso, la comunicación del Profesor JOSÉ CARLOS GONZÁLEZ VÁZQUEZ (“Directors liability in Spanish Bankruptcy Law”), expuso de manera clara las diferencias, y solapamientos que hay entre dos de las vías de exigencia de responsabilidad a los administradores de la sociedad concursada: la contenida en el reformado, por la LC, artículo 262.5 LSA y la que puede incluirse en la sentencia de calificación, tal y como recoge el artículo 172.3 LC. Qué naturaleza tienen estas responsabilidades y cómo pueden exigirse, fue el principal contenido de la comunicación.

Siguiendo con la polémica de la responsabilidad de los miembros del órgano de administración, el Profesor ALFREDO MUÑOZ GARCÍA introdujo en su comunicación “The consequences of the composition with creditor in bankruptcy proceedings and directors’ liability” otra perspectiva, puesto que analizó no la responsabilidad concursal de los administradores sino los efectos que el convenio concursal puede producir sobre las responsabilidades preconcursales de aquéllos, deslindando los supuestos de responsabilidad por daños, derivados del artículo 135 LSA, de los de responsabilidad sanción, del artículo 262 LSA o 105 LSRL, y todo ello en función del sentido del voto de los acreedores, lo que le llevó a afirmar la existencia de los efectos contrarios que, en estas situaciones, se producen contra la aprobación del convenio, que prevea una quita o una espera prolongada, en virtud de la posible pérdida de garantías que pudieran derivarse para los acreedores que hubiesen votado a favor.

Por último, y ligado al tema responsabilidad, si bien con un alcance más amplio, la comunicación del Profesor JAVIER MARTÍNEZ ROSADO, titulada “Some questions raised by the judicial verdict given on bankruptcy cases, with reference to Public and Private Companies”, expuso el contenido de la sentencia de calificación del concurso. Centrándose en los temas más polémicos, el Profesor Martínez planteó los problemas de determinar quién son las personas afectadas, qué alcance tiene la inhabilitación de estas personas, en especial

cuando se trata de deudor persona física y existe un convenio con los acreedores, o cuál es el papel que ha de tener el Juez.

Dos comunicaciones más, y centradas, como se ha adelantado, en sendos problemas específicos en el ámbito concursal, cierran la última sesión del seminario. La primera de ellas, bajo el título “Creditors guaranteed by especially related persons (art. 87.6 of the Creditors’ Composition Law)”, y presentada por el Profesor EMILIO DÍAZ RUIZ, planteó el polémico tema de la aplicación del artículo 87.6 de la Ley Concursal, por el que parece determinarse que el crédito del acreedor que disfrute de fianza de tercero se calificará en virtud de lo que resulte menos gravoso para el concurso entre lo que corresponda al acreedor y al fiador. El Profesor Díaz explicó las dos tesis que se sostienen en la interpretación del citado precepto, que giran en torno, por un lado, a una interpretación literal, con la consiguiente calificación de subordinado de ese crédito si el fiador tiene especial relación con el deudor, y por otro lado, a aquella que sostiene una aplicación finalista de la norma que impediría tal calificación y que sólo se aplicaría cuando el fiador ha pagado al deudor principal, que es por la que opta el Profesor Díaz por variados argumentos

Por último, el Profesor José Colino Mediavilla, introdujo en su comunicación “Consumer Bankruptcy”, el problema del concurso del consumidor en el marco del sobreendeudamiento. Desde la idea que la falta de atención que la aprobada LC presta a esta realidad, expuso el Profesor Colino unas primeras reflexiones de política y técnica legislativa, que se mueven desde la distinción entre consumidores que merecen un trato favorable en el concurso y aquéllos que no lo merecen, hasta el fomento de la utilización de planes de pago.

Se concluyó así la tercera edición del SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE DE DERECHO DE LOS NEGOCIOS, que como los dos anteriores, ha supuesto un tremendo éxito en el cumplimiento de los objetivos marcados. El Derecho, como cualquier otra rama del saber, exige una labor de investigación constante, y a través de foros como estos se obtienen evidentes progresos gracias al intercambio de conocimientos y experiencias, especialmente cuando se trata de materias que tienen un trato tan globalizado como es el Derecho de los negocios. Por ello, una vez más, no nos queda sino felicitar a todas aquellas personas que hacen posible que esto funcione y que además lo haga de manera tan eficiente. Así, en primer lugar, nuestro agradecimiento al Profesor David Kennedy, Director del “European Law Research Centre de la Harvard University”, por su interés, disposición y profesionalidad para poner la institución que dirige al servicio de este Seminario. También, desde ese lado del Atlántico, aunque sea él de este otro, al Profesor Sáenz Badillos, Director del Real Colegio Complutense, quien siempre nos ha acogido con todo el aprecio posible, poniendo los medios, a su alcance, a nuestra disposición. Por otro lado, a la Profesora Carmen Alonso Ledesma, Directora del Departamento de Derecho Mercantil de la UCM, por todo el tiempo, paciencia y cariño que dedica a la

organización de este evento, y a todos los que en él participamos. Y por último, no podemos olvidar al Profesor Juan Sánchez-Calero Guilarte, que con su pasión y carácter lleva adelante, cada año, que esto pueda desarrollarse, aunque, como ha ocurrido en esta ocasión, no haya podido acompañarnos en el viaje, lo cual no ha sido óbice para que se exigiera a sí mismo cumplir con la labor de realizar y hacernos llegar a los participantes una Ponencia que se publicará con las restantes, y que bajo el título “La armonización disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas”, ha pretendido contribuir a la labor científica buscada por el Seminario. Es imprescindible mencionar también al Profesor Francesco Totaro, al cual se le encomendó, en esta ocasión, cargar con la ardua tarea de organizar la logística, lo que ha cumplido con creces a pesar de los problemas que todos siempre provocamos, pero que se soslayan con una gestión eficaz como la suya.

Sagrario Navarro Lérída

Alfredo Muñoz García

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— OBRAS GENERALES

DERLEDER/KNOPS/BAMBERGER, “Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht”, Berlin, 2004, 2.000 pp.

SCHNYDER, A.K., “Europäisches Banken- und Versicherungsrecht”, Heidelberg, 320 pp.

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

RUHL, A., “Das Einlagengeschäft nach dem Kreditwesengesetz. Eine Untersuchung der gesellschaftsrechtlichen Aspekte des bankaufsichtsrechtlichen Einlagenbegriffes”, Baden-Baden, 2005, 327 pp.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

BANKENVEREINIGUNG, B., “Konsolidierung in der europäischen Finanzdienstleistungsindustrie. Tagungsband zum 12. Basler Bankentag, 25.11.2004”, Berna, 2005, 144 pp.

COMPORITI, C., “L’integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario I*, 2004, p. 67.

GAITANIDES, CH., “Das Recht der Europäischen Zentralbank. Unabhängigkeit und Kooperation in der Europäischen Währungsunion”, Tubinga, 2005, 330 pp.

LÖSEKRUG, J., “Die Umsetzung der Kapital, —Verschmelzungs— und Spaltungsrichtlinie der EG in das nationale deutsche Recht – Umsetzungsfehler, Umsetzungsdefizite, richtlinienwidrige Anwendung”, Jena, 2005, 435 pp.

ZÄCH, R./HEIZMANN, R.A., “Grundzüge des Europäischen Wirtschaftsrechts”, 2.^a ed., Zurich, 2005, 457 pp.

— ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

— BANCOS

BASILE, M., “Problemi e prospettive in tema di controlli sulle fondazioni bancarie”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 1.^a, 2005, p. 263.

GATTI, S., “Libertà e ‘contrappesi’ nella costituzione delle società di capitali e nelle partecipazioni sociali”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario I*, 2004, p. 489.

MAZZINI, F., “Le fondazioni di origine bancaria: ‘soggetti dell’organizzazione delle libertà sociali’”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario I*, 2004, p. 135.

NAPOLITANO, G., "I controlli amministrativi sulle fondazioni di origine bancaria", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 1.^a, 2005, p. 284.

SANDULLI, M., "Le attività di investimento delle Fondazioni bancarie", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 19.

— **COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

CAPRIGLIONE, F., "Le banche cooperative e il nuovo diritto societario. Problematiche e prospettive", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 1.^a, 2005, p. 134.

COSTI, R., "Gli strumenti finanziari nelle nuove cooperative: problemi di disciplina", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 1.^a, 2005, p. 117.

— **ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

AMOROSINNO, S., "La vigilanza del Ministero dell'Economia sugli enti e società strumentali delle fondazioni bancarie", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 351.

BERKENBUSCH, K., "Grenzüberschreitender Informationsaustausch im Banken, —Versicherungs— und Wertpapieraufsichtsrecht", Baden-Baden, 2004, 317 pp.

CABIDDU, M.A., "La legittimazione delle autorità indipendenti fra procedimento e processo", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 2.^a, 2005, p. 265.

DIEGO DE VITO, C., "I requisiti prudenziali degli intermediari finanziari al vaglio del giudice amministrativo", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 2.^a, 2005, p. 343.

WITTIG, "Bankaufsichtsrechtliche Grundlagen des (internen) Ratings und seine Transformation in das Darlehensverhältnis mit Unternehmen", en *ZHR* n.º 169, 2005, p. 212.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

KIETHE, "Die zivil- und strafrechtliche Haftung von Vorstandsmitgliedern einer Sparkasse für riskante Kreditgeschäfte", en *BKR*, n.º 5, 2005, p. 177.

SEMINARA, S., "Note sul reato di illeciti rapporti patrimoniali tra dirigenza e banca (art. 136, t.u.b.)", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 2.^a, 2005, p. 238.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

PETERSEN, J., "Das Bankgeheimnis zwischen Individualschutz und Institutionenschutz", Tubinga, 2005, 127 pp.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ASSMANN, "Anleihebedingungen und AGB-Recht", en *WM*, n.º 23, 2005, p. 1053.

DOLMETTA, A. A., "Il divieto di anatocismo per le banche della gestione del progresso ai rapporti attuali. Per un uso laico della 'certezza del diritto'", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 2.^a, 2005, p. 129.

GALLETTI, D., "Antitrust e tutela del cliente bancario: suggestioni provenienti dal Regolamento comunitario n. 1 del 2003", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 363.

HENKEL, A., "Inhaltskontrolle von Finanzprodukten nach der Richtlinie 93/13/EWG des Rates über missbräuchlin-

che Klauseln in Verbraucherverträgen”, Berlin, 2004, 500 pp.

MAFFEIS, D., “Banche, clienti, anatocismo e prescrizione”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 2.ª, 2005, p. 141.

MARTELLONI, A., “L’offerta extra moenia di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, II, 2004, p. 17.

MINERVINI-PAOLO DALMARTE-LLO, G., “Stralcio della Memoria Conclusionale prodotta nell’interesse della Banca ricorrente”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 2.ª, 2005, p. 120.

SALANITRO, N., “Le Sezioni unite e l’anatocismo bancario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 2.ª, 2005, p. 128.

SCOTTI CAMUZZI, S., “La restituzione ai clienti degli interessi anatocistici che la banca ha addebitato in passato sui loro c/c (effetti della sentenza Cass., sez. un., 4 novembre 2004, n. 21095)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 2.ª, 2005, p.

STEEGE, B., “Restrukturierung des japanischen Bankenmarktes. Eine empirische Analyse”, Frankfurt, 2005, 228 pp.

WAGNER, A./SEIDEL, C., “Ethik in der Bankenpraxis”, Frankfurt, 2004, 370 pp.

— DESCUENTO

FIGUEIREDO DIAS, G., “Desconto bancario e responsabilidade do descontário pelo extravio do título de desconto”, en *Revista da Banca*, n.º 57, 2004, p. 31.

— GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

BARILLA, G.B., “Fideiussione ‘a prima richiesta’ e fideiussione ‘omnibus’ nella giurisprudenza del Tribunale federale tedesco”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 1.ª, 2005, p. 337.

CARRIÈRE, P., “La nuova normative sui contratti di garanzia finanziaria. Analisi critica”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 1.ª, 2005, p. 184.

GILIOLI, F., “Carta di credito, moneta ed assegni elettronici: indagine sullo stato dell’arte”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 611.

KIETHE, “Haftungs- und Ausfallrisiken bei Patronatserklärungen”, en *ZIP*, n.º 8, 2005, p. 333.

VACCARO BELLUSCIO, A.C., “Disciplina fallimentare e modus operandi del pegno irregolare”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 2.ª, 2005, p. 174.

— CRÉDITO DOCUMENTARIO

SHEEHAN, D., “Rights of Recourse in Documentary (And Other) Credit Transactions”, en *The Journal of Business Law*, (mayo 2005), p. 326.

DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE**

BISSON/KUNZ, “Die Kurs- und Marktpreismanipulation nach In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 und der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation von 1.3.2005”, en *BKR* n.º 5, 2005, p. 186.

DUPLAT, M., “La Directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d’offre au public ou d’admission de valeurs mobilières à négociation”, en *Revue pratique des Sociétés*, segundo trimestre 2004, p. 105.

DUVE/PFITZNER, “Braucht der Kapitalmarkt ein neues Gesetz für Massenverfahren?”, en *BB*, n.º 13, 2005, p. 673.

FERRARINI-NIAMH MOLONEY, G., “Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa”, en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3, 2005, p. 588.

GOMMELLI, A., “Gli scandali dei mercati finanziari, l’attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di ‘salvataggio’ del rating dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di leasing e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di ‘Basilea 2’”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 589.

KÖNIG, D.C., “Aktienbasierte Vergütungssysteme für Arbeitnehmer und ihre Wirkung auf die Corporate Governance börsennotierter Unternehmen”, Baden-Baden, 2005, 342 pp.

KULLMANN/SESTER, “Das Wertpapierprospektgesetz – Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen”, en *WM*, n.º 23, 2005, p. 1068.

PARK, T., “Kapitalmarkt-Strafrecht”, Baden-Baden, 2004, 749 pp.

PISSLER, K.B., “Chinesisches Kapitalmarktrecht”, Tubinga, 2004, 541 pp.

PRESTI, G., “La riforma delle società quotate”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 40.

RINGLEB, H./KREMER, T./LUTTER, M./WERDER, A., “Deutscher Corporate Governance Kodex. Kommentar”, 2.ª ed., Munich, 2005, 377 pp.

SCHLITT, M./SCHÄFER, S., “Auswirkungen des Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 13-14, 2005, p. 498.

SCHNEIDER, U.H., “Gute Corporate Governance für Staatsunternehmen”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 13-14, 2005, p. 493.

WIESBROCK, “Rechtsfragen Der Befreiung vom Pflichtangebot nach WpÜG in Sanierungsfällen”, en *NZG*, N.º 7, 2005, P. 294.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN**

BRAUER, M., “Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft”, Berlin, 2005, 240 pp.

CHRISTOPH, “Die börsenrechtliche Zulässigkeit einer expansiven Unternehmenspolitik durch deutsche Börsenbetreiber”, en *ZBB*, n.º 2, 2005, p. 82.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

BESSLER/OPFER, “Aktienrenditen und makroökonomische Risikoprämien: Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt”, en *ZBB*, n.º 2, 2005, p. 73.

BOCHICCHIO, F., “Servizi di investimento e obbligación in ‘selling restriction’: individuazione dei divieti e limiti”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 1.ª, 2005, p. 197.

GRECO, J.L., “Privacy e registrazione telefonica degli ordini di borsa”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 160.

HABERSACK, “Rechtsfragen Des Emittenten-Ratings”, en *ZHR*, n.º 169, 2005, p. 185.

HAMMEN, “Genussscheinfinanzierte Geschäfte mit Finanzinstrumenten und Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 KWG”, en *WM*, n.º 18, 2005, p. 813.

KRISTEN/KREPPPEL, “NPL-Transaktionen aus Sicht des Verkäufers – Risiken und Lösungsansätze”, en *BKR*, n.º 4, 2005, p. 123.

MILLER, N., “Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten”, Frankfurt, 2003, 289 pp.

NIETSCH, “Schadesnersatzhaftung wegen Verstosses gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz”, en *DB*, n.º 15, 2005, p. 785.

PLUSKAT, “Die Neuregelung der Directors’ Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes”, en *DB*, n.º 20, 2005, p. 1097.

PULHM, S.A., “Investor Relations für Privatanleger. Eine theoretische und empirische

Analyse der Ambiguitätswahrnehmung privater Investoren auf Basis institutionenökonomischer und verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse”, Lohmar, 2005, 322 pp.

REHBERG, “Transparenz beim Vertrieb von Finanzprodukten”, en *WM*, n.º 22, 2005, p. 1011.

ZIEGLER, O., “Der Anteilserwerb am Kapitalmarkt nach der Schuldrechtsreform”, Frankfurt, 2005, 225 pp.

— **OPERACIONES A PLAZO**

FLECKNER, “Finanztermingeschäfte in Devisen”, en *ZBB*, n.º 2, 2005, p. 96.

OPAS

BEHRENS, S./SCHOLDERER, F., “Übernahmeangebote nach WpÜG und Grunderwerbsteuer”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 10, 2005, p. 388.

BUCHTA/OTT, “Problembereiche des Squeeze-out”, en *DB*, n.º 18, 2005, p. 990.

HASSELBACH/WIRTZ, “Die Verwendung von MAC-Klauseln in Angeboten nach dem WpÜG”, en *BB*, n.º 15, 2005, p. 842.

SCHMALLOWSKY, T., “Squeeze out im normativen Umfeld: Ein Leitfaden zur Rechtsanwendung”, Marburgo, 2005, 263 pp.

— **RÉGIMEN DE LOS INSIDER**

BARTA, “Der Prospektbegriff in der neuen Verkaufsprospekthaftung”, en *NZG*, n.º 7, 2005, p. 305.

BRANDT, C., “Prospekthaftung. Anlegerschutz durch Prospektpublizität”, Taunusstein, 2005, 284 pp.

MÖLLERS, “Wechsel von Organmitgliedern und ‘key playern’: Kursbeeinflussungspotential und Pflicht zur Ad-hoc-Publizität”, en *NZG*, n.º 11, 2005, p. 459.

NIELSCH, M., "Internationales Insiderrecht", Berlin, 2004, 438 pp.

SCHNEIDER, "Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität", en *BB*, n.º 17, 2005, p. 897.

SCHWINTEK, "Die Anzeigepflicht bei Verdacht von Insidergeschäften und Marktmanipulation nach § 10 WpHG", en *WM*, n.º 19, 2005, p. 861.

STEIDLE/WALDECK, "Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung", en *WM*, n.º 19, 2005, p. 868.

ZIMMER/BINDER, "Prospekthafung von Experten? Kritik eines Gesetzentwurfs", en *WM*, n.º 13, 2005, p. 577.

— **SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN**

DESIDERIO, M. "'UCITS III': la riforma europea della gestione collettiva del

riesparmio e le modifiche al testo unico della finanza. La novità per fondi e SICAV", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 105.

ENRIQUES, L./POMELLI, A., "Gli organi di amministrazione e di controllo dei fondi pensione negoziali: conflitto di interessi e responsabilità alla luce della riforma del diritto societario", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 517.

PLUSKAT, "Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Capital – Tot oder Lebendgeburt?", en *WM*, n.º 17, 2005, p. 772.

VIRFÜRTH/GRUNENBERG, "Pflichtangaben für geschlossene Fonds nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung", en *DB*, n.º 19, 2005, p. 1.043.

TÍTULOS VALORES

— **VALORES MOBILIARIOS**

ENRIQUES, L., "Quartum non datur: appunti in tema di 'strumenti finanziari partecipativi' in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 2, parte 1.ª, 2005, p. 166.

KHIMJI, M., "Intermediary Credit Risk: A Comparative Law Analysis of Property Rights in Indirectly Held Securities", en *The Journal of Business Law*, mayo 2005, p. 287.

SANTAGATA, R., "Strumenti finanziari partecipativi a 'specifici affari' e tutela degli investitori in patrimoni destinati (Appunti)", en *Banca Borsa Titoli di Credito*, 3, parte 1.ª, 2005, p. 302.

— **ACCIONES**

BUSCH, T., "Eigene Aktien in der Kapitalerhöhung", en *Die Aktiengesellschaft*, n.º 11, 2005, p. 429.

MÖLLER, M., "Rückerwerb eigener Aktien", Colonia, 2005, 288 pp.

RABITTI, C., "Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I, 2004, p. 185.

VENTORUZZO, M., "I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio", en *Rivista delle Società*, fasc. 2-3, 2005, p. 309.

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2005

	N.º de Revista	Página
ARTÍCULOS		
— Los derechos referentes a la provisión de fondos como garantía pignoratícia del crédito cambiario (Estudio de la cláusula de “cesión de la provisión” del artículo 69 de la Ley Cambiaria y del Cheque). <i>Mercedes Farias Batlle</i>	97	7
— Estudio comparativo sobre la transparencia de los emisores de valores en los mercados español y salvadoreño. <i>Eliseo Sierra Noguero</i>	97	61
— La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas. <i>Laura Salazar Martínez-Conde</i>	97	97
— La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta. <i>Isabel Rodríguez Martínez</i> .	98	7
— El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada. <i>Antonio J. Monroy Antón</i> .	98	35
— Tarjetas de crédito y tutela del consumidor. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	98	83
— Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión. <i>Aníbal Sánchez Andrés</i>	99	7
— El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario. <i>M.ª Rosa Tapia Sánchez</i>	99	59
— ¿Hacia dónde se dirigen las cajas de ahorros? Una aproximación a la reciente evolución de estas entidades financieras. <i>María Jesús Peñas Moyano</i>	99	107

	N.º de Revista	Página
— La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las Agencias de Calificación en los mercados de capitales. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	100	9

CRÓNICA

— Aproximación al descuento cambiario: la devolución de los títulos como obligación en la jurisprudencia. <i>Catalina Ruiz-Rico Ruiz</i>	97	137
— La competencia en el sector bancario. <i>Xavier Ginebra Serrabou</i>	97	151
— Los contratos bancarios a distancia. La revisión de la Circular 3/2001 del Banco de España y la contratación electrónica. <i>Rafael Mateu de Ros</i>	98	121
— La relación entre los operadores económicos y los cambios en el objeto de negociación del mercado de valores. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	98	149
— Auditorías y control interno en España, con especial referencia al sector financiero. Aspectos legales. <i>Concepción Montoya Oliver y Julio Fernández-Sanguino Fernández</i>	98	183
— Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación. <i>Beatriz Belando Garín</i>	99	157
— Régimen jurídico del <i>retro-leasing</i> en la República Argentina. <i>Carlos A. Molina Sandoval</i>	99	181
— Gobierno corporativo, transparencia y cajas de ahorros. <i>Federico Ros Pérez</i>	100	71
— La responsabilidad civil derivada del folleto en el ordenamiento portugués y el nuevo artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores ("ex" Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo). <i>María Isabel Grimaldos García</i>	100	141
— La "hipoteca condicionada" como instrumento de garantía en financiaciones complejas. <i>Fernando Azofra Vegas y Agustín Redondo Aparicio</i>	100	177

DOCUMENTOS

- | | | |
|---|-----|-----|
| — Código de fundamentos de conducta para las Agencias de Calificación Crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> | 100 | 209 |
|---|-----|-----|

JURISPRUDENCIA

- | | | |
|--|-----|-----|
| — Cuestión prejudicial comunitaria en materia de depósitos bancarios y responsabilidades de las autoridades supervisoras. <i>Enrique Braquehais Conesa</i> | 97 | 173 |
| — Valor de la letra de cambio extendida en documento con timbre inferior al que legalmente corresponde. <i>Álvaro Gutiérrez Berlinches</i> | 98 | 213 |
| — Cajas de seguridad bancarias: ¿Puede introducirse dinero de curso legal? <i>M.ª Isabel Huerta Viesca y Daniel Rodríguez Ruiz de Villa</i> | 98 | 227 |
| — Libertad de establecimiento. Prohibición de remunerar las cuentas corrientes impuesta por un Estado miembro a las entidades de crédito de otro Estado miembro lícitamente establecidas en aquel Estado. <i>Francisco Javier Aramendia Gurrea</i> | 99 | 215 |
| — Comercio electrónico y tarjetas de pago. <i>María Gómez Mendoza</i> | 99 | 227 |
| — Dolo como causa de consentimiento viciado y de nulidad del contrato de préstamo para adquirir acciones de la entidad de crédito prestamista. <i>María de la Sierra Flores Doña</i> | 100 | 225 |

NOTICIAS

- | | | |
|--|----|-----|
| — Ampliación del plazo de adaptación de las comisiones de control de los planes de pensiones de empleo: el Real Decreto-Ley 10/2004. <i>Alberto Javier Tapia-Hermida</i> | 97 | 195 |
|--|----|-----|

	N.º de Revista	Página
— Ampliación del concepto de publicidad ilícita. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	97	196
— Resolución sobre comunicación por notarios y registradores de operaciones de blanqueo de capitales. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	97	197
— Reglamento comunitario sobre operación en materia de protección de los consumidores. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	97	198
— Publicación de las resoluciones de la Agencia Española de Protección de Datos. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	97	199
— Instauración del Plan de Pensiones de la Administración General del Estado. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	97	200
— Aprobada la Ley de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> .	97	204
— Novedades en materia de Derecho de la competencia. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	97	205
— Reforma de la Ley de Cajas de Ahorros de Cantabria. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	97	206
— Nuevo régimen de las normas de información y contabilidad de las entidades de crédito. <i>Alberto Ayala</i> .	97	209
— Constitucionalidad de la atribución al Estado de los saldos de cuentas abandonadas. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	97	211
— Nota informativa sobre la 37.ª Sesión del Plenario de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional. <i>Pilar Barres Benlloch</i> ...	97	214
— Norma Técnica de Auditoría sobre técnicas de muestreo. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	98	253
— Norma Técnica de Auditoría del ICAC sobre “otra información incluida en documentos que acompañan a las cuentas anuales auditadas”. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	98	254
— El secreto bancario en Perú. <i>Juan José Blossiers Mazzini</i>	98	257

	N.º de Revista	Página
— Aprobada la Directiva de transparencia. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	98	262
— Solicitud de la Comisión Europea de modificación del artículo 159 LSA. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	98	265
— Los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsa: la Circular 1/2005, de la CNMV. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	98	266
— Algunos apuntes sobre el proyecto de ley de capital riesgo. <i>Luis de Valle/Vanesa Cuellas</i>	98	268
— Gran Bretaña: fomento del voto electrónico en las sociedades cotizadas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	98	274
— Reformas de los mercados financieros (en particular, de la Ley del Mercado de Valores) por el Real Decreto Ley 5/2005. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	98	275
— El nuevo mercado del carbono. <i>Amador Haro Ramos</i>	98	277
— Alemania: nueva Ley sobre <i>Pfandbriefe</i> . <i>Zinaída González Blanco</i>	98	283
— Recomendación sobre los administradores no ejecutivos y los comités en el Consejo de Administración de las Sociedades que cotizan en bolsa. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	99	245
— Armonización internacional del Estatuto de las Agencias de <i>rating</i> : documentos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores y del Comité de Comisiones de Valores Europeas. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	99	247
— Publicidad de las Resoluciones Concursales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	99	253
— Estados Unidos: trabajos orientados a la adaptación de la normativa bursátil a las pequeñas sociedades cotizadas. <i>Christi Amesti</i>	99	255
— Aprobación de la Ley sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	99	255

	N.º de Revista	Página
— El refuerzo de la lucha contra el fraude financiero en los mercados de capitales: Documento de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	99	258
— Trabajos referidos al futuro régimen de la GmbH. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	99	261
— Publicación del Protocolo del Convenio europeo de Asistencia Penal. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	99	262
— Sobre la propuesta de Directiva Comunitaria relativa a los auditores de cuentas. <i>Alberto Ayala</i>	99	263
— Regulado el informe anual de gobierno corporativo y otra información a facilitar por las Cajas de Ahorros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	99	265
— Ley 5/2005 de Supervisión de los Conglomerados Financieros. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	99	267
— Impulso a los trabajos de la CNUDMI sobre el régimen de la insolvencia. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> .	99	272
— La armonización por la CNMV de las recomendaciones sobre gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	100	241
— Aplicación a Sociedades Limitadas del deber de comunicación “ex” art. 127 ter LSA. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	100	242
— Consulta al ICAC sobre la definición de grupo de sociedades. <i>Mónica Fuentes</i>	100	243
— Directiva sobre Prácticas Comerciales Desleales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	100	243
— Modificación del régimen del Consejo de Consumidores y Usuarios. <i>Fernando Barco</i>	100	246
— Modificada la Circular sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	100	247
— Se prepara una nueva versión de las Reglas y Usos Uniformes Relativos a los Créditos Documentarios de 1993: de las UCP 500 a las UCP 600. <i>María Jesús Guerrero Lebrón</i>	100	248

	N.º de Revista	Página
— Proceso de reforma del art. 262.5 LSA en el Proyecto de Ley sobre la Sociedad Anónima Europea. <i>Fernando Marín de la Bárcena</i>	100	250
— Gran Bretaña: sentencia sobre la diligencia exigible a los consejeros independientes. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	100	252
— Informe del Takeover Panel sobre el ejercicio 2004-2005. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	100	256
— Modificaciones en el Reglamento de Auditoría. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	100	258
— Tercer Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios (convergences and parallelisms in corporate and insolvency law within the USA-EU framework). <i>Sagrario Navarro Lérida y Alfredo Muñoz García</i>	100	260