

# ÍNDICE

Página

## ARTÍCULOS

- Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión. *Anibal Sánchez Andrés* ..... 7
- El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario. *M.<sup>a</sup> Rosa Tapia Sánchez* ..... 59
- ¿Hacia dónde se dirigen las cajas de ahorros? Una aproximación a la reciente evolución de estas entidades financieras. *María Jesús Peñas Moyano* ..... 107

## CRÓNICA

- Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación. *Beatriz Belando Garín* ..... 157
- Régimen jurídico del *retroleasing* en la República Argentina. *Carlos A. Molina Sandoval* ..... 181

## JURISPRUDENCIA

- 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. *Francisco Javier Aramendia Gurrea* ..... 215
- Comercio electrónico y tarjetas de pago. *María Gómez Mendoza* . 227

## NOTICIAS

1. 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> .....	245
2. 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> .....	247
3. Publicidad de las Resoluciones Concursales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	253
4. Estados Unidos: trabajos orientados a la adaptación de la normativa bursátil a las pequeñas sociedades cotizadas. <i>Christi Amesti</i> ..	255
5. Aprobación de la Ley sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	255
6. 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> .....	258
7. Trabajos referidos al futuro régimen de la GmbH. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> .....	261
8. Publicación del Protocolo del Convenio europeo de Asistencia Penal. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .....	262
9. Sobre la propuesta de Directiva Comunitaria relativa a los auditores de cuentas. <i>Alberto Ayala</i> .....	263
10. Regulado el informe anual de gobierno corporativo y otra información a facilitar por las Cajas de Ahorros. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i> .....	265
11. Ley 5/2005 de Supervisión de los Conglomerados Financieros. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i> .....	267
12. Impulso a los trabajos de la CNUDMI sobre el régimen de la insolvencia. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i> .....	272

## BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía .....	275
--------------------	-----

---

# ARTÍCULOS

---

# **VALORES NEGOCIABLES, INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y OTROS ESQUEMAS CONTRACTUALES DE INVERSIÓN (\*)**

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS

*Catedrático de Derecho Mercantil en la U.A.M.*

---

## **SUMARIO**

- I. IDEAS INTRODUCTORIAS.
  - II. LOS PLANTEAMIENTOS DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y SU REFORMA.
  - III. LA NECESIDAD DE ACEPTAR CIERTAS PREMISAS PARA LA RECONSTRUCCIÓN DEL PROGRAMA ORDENADOR DE LA LMV.
- 

(\*) Como en otras ocasiones, tantas que el fenómeno se está convirtiendo para mí en una enfermedad crónica, las páginas que ahora doy a la luz eran fruto de mis explicaciones de cátedra en sucesivos Cursos de Doctorado sobre el Mercado de Valores y constituían el texto preparatorio de la correspondiente lección de un tratado elemental, que con tantos cambios legislativos no consigo sacar adelante. Me ha parecido que la nueva reforma en curso sobre la materia que ahora nos ocupa autoriza —aunque sólo sea como ejercicio del derecho al pataleo y en buena demostración de hasta qué punto la apuesta a favor del llamado “arbitraje regulador” está descomponiendo la lógica de las instituciones— a dar cuenta del sentido inmanente que presidía las normas españolas dedicadas al asunto. Soy consciente de que, si desde el exterior nos llegan como “productos” vendibles a cualquier inversor algunos que no deberían ser de libre comercio, sólo las normas de conducta aplicables a las empresas que se ocupan de su colocación (que siguen teniendo alcance y contenido “nacional”) permitirían evitar mayores abusos. No estoy seguro, sin embargo, si empezando la reforma de la reforma por el folleto y en el sector propio de los instrumentos financieros esa posibilidad de llegar a encontrar un puerto de refugio protector en la deontología aplicable a los intermediarios financieros será siquiera remedio bastante. Por lo que valga quede aquí no obstante pública constancia de mi intranquilidad y también de mi propia postura.

*RDBB núm. 99 / Julio-Septiembre 2005*

- IV. DE LAS PREMISAS SOCIO-ECONÓMICAS Y CÓMO LAS MANEJA NUESTRO LEGISLADOR.
  - V. LOS SUPUESTOS METODOLÓGICOS Y EL VERDADERO ALCANCE DEL PROBLEMA.
  - VI. RECUERDO ELEMENTAL DE LOS DIFERENTES SISTEMAS LEGISLATIVOS COMPARADOS.
  - VII. EL DERECHO ESPAÑOL ANTES DE LA REFORMA: LUCES Y SOMBRAS.
  - VIII. LOS VALORES NEGOCIABLES: CONCEPTO, EXCEPCIONES Y CARACTERIZACIÓN.
  - IX. (Sigue) EL SIGNIFICADO DE LA CLÁUSULA GENERAL Y LA INCLUSIÓN DE OTROS VALORES EN EL SISTEMA.
  - X. LA NUEVA CATEGORÍA DE “INSTRUMENTOS FINANCIEROS”.
  - XI. FIGURAS ATÍPICAS: LA LIBERTAD DE EMISIÓN Y SUS LÍMITES.
  - XII. LA APLICACIÓN DE LAS REGLAS AL SUPUESTO ESPECIAL DE LAS OPCIONES.
  - XIII. NUEVOS CONTRATOS (FINANCIEROS) ATÍPICOS Y LOS DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS.
  - XIV. ÍNDICES, “CESTAS” Y OTROS SUBROGADOS DE VALORES.
  - XV. (Sigue) LA FIGURA AMERICANA DE LOS ADRS.
- 

## I. IDEAS INTRODUCTORIAS

Cuando nos enfrentamos a la caracterización de los valores negociables —y, después de la reforma experimentada por la LMV el año 1998, también de los llamados instrumentos financieros—, uno de los temas más difíciles de entender radica en percatarse de que tales nociones son de funcionalidad polivalente. Tras ellas gravitan cuestiones distintas que van desde la propia terminología y articulación de los conceptos que tales expresiones traducen a otros asuntos más graves de dimensión substantiva, pasando por algunos de superior versatilidad que tienen que ver con el papel que juegan semejantes categorías a la hora de determinar lo que podríamos llamar el *ámbito de aplicación material* de la Ley del Mercado de Valores. Se advierte entonces mucho mejor que esas nociones no plantean exclusivamente problemas de identificación *conceptual*, sino también otros distintos de alcance *sistemático* y, sobre todo, temas básicos de *autointegración* normativa a la hora de articular los criterios ordenadores que proporcionan su unidad al completo *corpus iuris* que llamamos Derecho del Mercado de Valores. Para mayor dificultad, todo ese conjunto de perspectivas variadas debe articularse armónicamente con la vista puesta en los textos positivos, textos que cambian de unos sistemas jurídicos a otros y, aun dentro del mismo país, suelen reformarse también con el paso del tiempo. Veamos si es posible explicar un poco más estas ideas abstractas sirviéndonos de ejemplos

sencillos. (Para otras consideraciones RAMOS GASCÓN, *Régimen jurídico de los valores*, Madrid, 1997 y SALINAS ADELANTADO, “El concepto de valor negociable”, 63, *RDBB*, 1996, pp. 609 y ss.)

Por extraño que pueda parecer a primera vista, los temas ontológicos o, si se prefiere, aquellos de superior dimensión conceptual —es decir, los que enuncia la pregunta frontal *¿qué es un valor?*— no suelen ser los más complicados de responder, siempre que no perdamos de vista dos ideas elementales, a saber, que los conceptos de los que vamos a ocuparnos son *construcciones jurídicas* que no conceptos empíricos o del mundo exterior (como lo serían, por ejemplo, un árbol o una mesa) y además que, según acontece con cualquier otro concepto legal o definido por un texto positivo, su articulación normativa siempre suele tener luces y sombras. Esto sucede en todos los sistemas jurídicos del mundo, donde los conceptos utilizados por las normas presentan por lo común un *núcleo* relativamente claro, pero rodeado siempre de un *halo*, donde acampan precisamente los casos difíciles, y donde tampoco es tan sencillo determinar si un *fenómeno real* tiene cabida o no dentro del *supuesto de hecho* previsto por la norma. La Historia y la Sociología, que son las fuentes de las que se alimenta la práctica, han ido identificando así determinados tipos o modelos de valores (v.g. las acciones de las sociedades cotizadas, los *títulos* —actualmente ya *anotaciones*— de la Deuda Pública) que hoy sabemos con toda seguridad que entran cómodamente en ese concepto que llamamos un “valor”; pero, ¿lo serán también, v.g., los certificados de participación en un fondo filatélico, o los documentos que reconocen una rentabilidad variable a favor de quien adquiere la titularidad de árboles concretos dentro de una explotación forestal compartida que maneja un gestor, dedicado profesionalmente a persuadir a otros a que coloquen sus ahorros en ese bosque? Los fenómenos en cuestión aportan ejemplos que de uno u otro modo se han planteado más de una vez en nuestro país; pero, como veremos después, tampoco faltan en otros sistemas legislativos, y han sido siempre un problema crónico en el norteamericano desde el que nos viene exportado nuestro actual modelo regulatorio (por todos LOWENFELS y BROMNBERG, “What is a ssecurity Under the Federal Securities Law”, 66, *Albany Law Review*, 1993, pp. 473 y ss.)

Más complicado y mucho más dependiente del modo en que viene articulado cada *sistema jurídico* positivo es el juego de esos conceptos (valores, instrumentos financieros u otras nociones semejantes), como mecanismo reintegrador de la unidad del correspondiente ordenamiento sectorial y como factor delimitador del campo de aplicación material de las normas que lo componen. Por ejemplo, la Comisión Bancaria belga tenía encomendada desde 1935 la supervisión de las *ofertas públicas* sobre valores. Pero, ¿cuándo es pública una oferta y cuándo es de naturaleza privada? ¿Habrà que cuantificar el número de personas involucradas en la compra o suscripción, como efectivamente se hizo en dicho ordenamiento? ¿Bastará recurrir a conceptos superiormente indetermi-

nados, tal como sucedió en Italia al referir esas categorías o la noción abstracta de *apelación general al ahorro* o habrá que vincular más bien la determinación del supuesto a factores objetivos, como son el recurso a técnicas de publicidad o la utilización de intermediarios profesionales en la colocación de los valores correspondientes, por aludir a los expresamente recogidos entre nosotros? Por cierto, el uso de intermediarios suele concurrir en la compra de valores tanto en los llamados “mercados primarios” como en los “secundarios”; pero otros factores (v.g., compañías publicitarias previas) no son ni mucho menos la regla que prevalece a la hora de comprar o vender valores cotidianamente en Bolsa (F. VALENZUELA, “Notas sobre la ‘difusión’ en la distribución pública de emisiones de valores”, *Homenaje a Verdera*, Madrid, 1994, pp. 2673 y ss.)

Se comprueba así cómo las alternativas de política jurídica, primero, y los datos positivos que las materializan, después, modulan el funcionamiento institucional del sistema. Allí donde leyes diferentes rigen los mercados primarios (ofertas de venta y emisiones) y los ahora llamados “secundarios” (tráfico bursátil, por ejemplo), tal como sucede en Estados Unidos, es perfectamente posible que, siendo parcialmente distinto el bien jurídico protegido por unas y otras normas, el campo de aplicación cubierto por la *Securities Act* (1933) y el ámbito de protección previsto por la *Exchange Act* (1934) no coincida. Por ejemplo, los futuros y opciones son instrumentos regulados por ambas leyes; pero, en cambio, la noción de “valores exentos” (*exempted securities*) no funciona del mismo modo en una y otra: y así los emitidos por bancos para sus clientes, los de las organizaciones religiosas o caritativas, los librados por empresas regulares de transporte (*common carriers*), las pólizas de seguros o las rentas vitalicias están excluidas del registro de emisiones de la Ley de 1933, aunque pueden caer dentro del campo de aplicación de la Ley de Bolsas de 1934 si generan un intercambio efectivo en régimen de mercado tras su libramiento. En última instancia, pues, de las tres categorías de productos sujetos a la supervisión de la SEC que reconoce aquella Ley de 1933 (i.— *Stock and Notes*, ii.— *Financial Instruments* y iii.— *Investment Contracts*) no todas ellas se comportan igual en los dos ámbitos regulados. Seguramente esta lógica diferencial ha dejado su huella en la interpretación que alguna doctrina española muy estimable ha querido dar a la noción de valor negociable entre nosotros, al afirmar que la LMV no ofrece un concepto unitario de la categoría, sino que, en función de los intereses que intenta proteger cada mercado, lo que llamamos “valor” cambia de signo; y por esa razón, dicho concepto es uno para el mercado primario, donde lo que importa es que el inversor decida con información suficiente, otro distinto para el mercado secundario, donde lo decisivo es que su negociación pueda articularse de modo objetivo y uniforme por simples variables de precio y cantidad (*marketability*), y aun existiría otro concepto distinto de ese valor negociable para el mercado de control corporativo, donde lo relevante es que dicho “valor” tenga —o llegue a tener— poder efectivo de voto, sin el cual no

es posible conseguir el dominio de una sociedad (Andrés RECALDE, “Los valores negociables” en ALONSO UREBA-MARTÍNEZ SIMANCAS, *Instituciones del Mercado Financiero*, Madrid, 2003, pp. 2523 y ss.)

## II. LOS PLANTEAMIENTOS DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES Y SU REFORMA

En Derecho español existe una sola Ley del Mercado de Valores para la ordenación de todos los mercados que caen bajo su órbita, ya se mencionen como tales en su texto (primarios y secundarios), ya carezcan de denominación legal (el de control se supone comprendido en la regulación de las OPAS ex artículo 60 LMV que contempla además su organización a la subasta). Esa comunidad legislativa ya sugiere por sí misma la pretensión inicial de dotar de *unidad institucional* al sistema. Propósito que confirma además la lectura de Exposición de Motivos de la Ley, donde es más fácil descubrir que, con acierto o sin él (cosa que ahora importa menos), el legislador ha querido y dispuesto de antemano esa articulación unitaria. Decimos *querido* porque aquel Preámbulo proclama rotundamente que “la Ley [toda ella] reposa sobre el concepto de ‘valores’ o, para mayor precisión, de ‘valores negociables’”. Y advertimos que el legislador no sólo lo ha querido así, sino que también lo *dispuso* expresamente de ese modo al señalar, esta vez con un mandato directo establecido en el número 2 de su artículo primero —es decir, el que define precisamente el ámbito objetivo o material de aplicación de sus normas— que “Quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables”. Bien es cierto que, a diferencia de lo que nos dice aquella Exposición de Motivos, la disposición que ahora comentamos tiene un número primero y anterior donde el propio objeto de la Ley ya no se refiere directamente a los valores, sino a *la regulación de sus mercados primarios o secundarios*. Y, asociando ambos aspectos de la regulación mencionada (mercados y valores), nos parece posible afirmar, en conclusión, que, en el plano sistemático y reintegrador del texto positivo, la noción de “valor” que maneja la Ley es básicamente unitaria (y por eso sirve para dotar de unidad al conjunto), aunque al situarla luego en los diferentes espacios de contratación que configuran sus diferentes mercados, como dice expresamente el propio artículo 1.1 de su texto, pueda establecerse para ellos (que no para los valores mismos) principios de *organización y funcionamiento* diferentes.

Así pues, en este plano funcional sí tiene algún sentido la lógica diferencial antes relativizada. A nuestro juicio, quienes la patrocinan no tienen la misma razón en todo lo demás: *los valores son lo que son* (o lo que el legislador decide que sean), identidad que se comprenderá mucho mejor si volvemos al ejemplo de la acción antes recordado, aunque las reglas de negociación que rigen para colocarlas en el mercado primario de emisiones no coinciden con las que esta-

blecen cómo comprarlas o venderlas en Bolsa, tampoco sean iguales a aquellas otras que determinan cómo aglutinar con ellas los paquetes de control capaces de conferir el dominio de la sociedad que las emite, o a las que determinan cómo hacerlas funcionar a su vez a modo de subyacente de la opción que pueden construir sobre ellas los mercados de productos derivados. Aunque la disciplina de cada mercado añada o quite cosas al concepto, allí donde exista un valor que resulte *negociable* en términos de mercado (*más precisamente de cada mercado en particular*) estamos dentro del ámbito de aplicación de la Ley. Desde esta perspectiva pasan a un segundo plano otras querellas terminológicas y no pocas controversias dogmáticas que, de otro modo, podrían multiplicarse *ad infinitum*: por ejemplo, ¿es lo mismo un valor mobiliario —concepto tradicional— que un valor negociable? Pues unas veces sí y otras no. Si hablamos de instrumentos de masa y que se representan por medio de títulos indudablemente; pero si son intrínsecamente títulos de libramiento singular o se representan mediante anotaciones no lo serán en absoluto; incluso no serán mobiliarios en el caso de las acciones, por más que el artículo 51 de la Ley de Sociedades Anónimas (luego se verá mejor por qué razón dicha Ley ha construido en este punto una ficción) nos diga exactamente lo contrario (sobre esos y otros temas FERRANDO MIQUEL, “El concepto de ‘valor negociable’ y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, *Homenaje a Menéndez*, Madrid, 1996, pp. 1197 y ss.)

Más importante que esas discusiones es recordar que la LMV no quiere que se recurra a ella a la hora de decidir lo que es y lo que no es un valor negociable. Aunque a algunos pueda parecerles insólito, no se trata sin embargo de un acto de locura ni tampoco de un planteamiento desconocido en el Derecho mercantil español. Lo que hace nuestra LMV se parece bastante a lo que hizo en su día del artículo 2 del Código de Comercio de 1885 con la famosa cláusula de *analogía*. Quien recuerde el alcance de ese texto sabe bien que la analogía de que habla el Código de Comercio español no es una analogía jurídica, construida por destilación de las características legales comunes a los actos de comercio contemplados en ese código tradicional. Sus redactores estaban pensando más bien en una analogía *de hecho* o, si se prefiere de equivalencia de *función económica*; y, por eso, la Exposición de Motivos de nuestro segundo Código de Comercio prefiere confiar la determinación de si un fenómeno nuevo presenta *eadem ratio*, o es *equivalente* respecto de otro referido en su propio texto, confiando semejante juicio al buen criterio de los Tribunales y a la prudencia y sentido práctico de los propios comerciantes. Cuando, como también sucede ahora con los “valores”, no estamos además ante un comercio libre en sentido estricto, sino que se trata de actividades reguladas y sometidas a la supervisión neutral de organismos *ad hoc*, la inclusión o no de un determinado producto en la categoría de los valores negociables queda en manos de la práctica y de los reglamentos: de éstos para precisar el alcance de unas notas legales

que la LMV se limita a enunciar, sin desarrollarlas deliberadamente en detalle; de aquélla, es decir de la praxis, para dar cuenta en el plano histórico-comparativo y sociológico de las innovaciones que va generando en semejante mundo la vida del tráfico y que reclaman su incorporación o descarte del *núcleo ordenador* de la figura que llamamos “valores negociables”.

De qué modo se ha realizado esa labor de concreción y desarrollo es lo que vamos a ver a continuación, advirtiendo de entrada que, determinados supuestos (a los que en función de la unidad de sistema había que dar cabida inicialmente dentro de la mencionada categoría), han tomado con el tiempo fisonomía propia, a veces tras una evolución posterior muy rápida, según ya dejamos adelantado anteriormente al llamar la atención sobre el relativismo espacio-temporal de muchos de esos conceptos. Y allí donde, según la versión original de la LMV, el intérprete estaba obligado por esa unidad sistemática a realizar ejercicios algo alambicados (a fin de diferenciar los valores negociables *típicos* de otros *atípicos* primero y, en fin, de otros productos que sin ser valores técnicamente hablando podían considerarse práctica y jurídicamente como *asimilados*) lo que ha sucedido después es que tras la reforma de su texto producida el año 1998 aquella unidad institucional se quiebra, apareciendo junto a los valores propiamente dichos lo que la misma Ley llama ahora *instrumentos financieros* y luego —esta vez sin mención definida— algo todavía más complejo como son los “contratos financieros atípicos” (depósitos estructurados, *unit links*, etc.), sobre los que han gravitado, por cierto, las reclamaciones más importantes recibidas por la CNMV en los últimos años y alguna de las cuales ya han merecido una incipiente jurisprudencia de Audiencias que las aproxima a modalidades de contratación engañosa. Lo veremos más adelante, porque ahora es mejor seguir linealmente la evolución experimentada por la propia formulación positiva de los textos que regulan la materia.

### III. LA NECESIDAD DE ACEPTAR CIERTAS PREMISAS PARA LA RECONSTRUCCIÓN DEL PROGRAMA ORDENADOR DE LA LMV

La doctrina jurídica puede someter a crítica cualquier postura desde una perspectiva científica, porque sólo la coherencia conceptual restringe la libertad de criterio de que sus representantes disponen. Pero el servidor público que redacta reglamentos, igual que los encargados de aplicar una Ley, están constreñidos por el programa normativo que inspira su texto, es decir, no pueden articular normas secundarias ni criterios de interpretación que no tengan cabida en dicho programa ordenador. Y, por esa razón, cuando una Ley o, si se prefiere, una norma del máximo rango resulta defectuosa, lo normal es que su desarrollo reglamentario (como sucedería probablemente también con su interpretación y aplicación administrativa o jurisprudencial) acaben padeciendo defectos seme-

jantes, si es que no incurren en otros más graves y que atentan a la división de poderes. Porque, según demuestra alguna jurisprudencia norteamericana en el tema que nos ocupa, determinados tribunales han ido más allá de las leyes del Congreso *re-escribiendo* por su cuenta el estatuto jurídico de lo que debe considerarse (o no) como valores en el marco de esa disciplina sectorial (KEITH B. DARRELL, “Redefining a Security: Is the sale of a Business Through a Stock Transfer Subject to the Federal Securities Laws?”, 12-1, *Securities Regulation Law Journal*, 1984, pp. 22 y ss.) Dado que también nosotros militamos entre quienes estiman que los conceptos jurídico-positivos son *conceptos teleológicamente ordenados*, y en nuestra larga etapa como comisionado del organismo regulador tampoco nos sentimos autorizados a sortear aquella división de poderes, nos parece de justicia recordar ahora que no debe imputarse a los desarrollos de la LMV oscuridades o defectos que traen causa de la Ley misma.

Ya queda dicho que el programa inspirador de la española —aunque el redactor no acertara a materializarlo suficientemente igual que sucede en todas partes— fue delimitar su campo de aplicación con un criterio único (el concepto de valor negociable) configurado a su vez con referencia al “mercado” y, más precisamente, a cada uno de los singulares que el texto de la Ley contempla. Por ese segundo lado se explica que se circunscriba el alcance de aquella noción delimitadora *principal* “a los efectos de este Reglamento” (como dice, *v.g.*, el de Emisiones) y hasta que ni siquiera se enuncie ese alcance limitado para otros mercados, si tal delimitación no se precisa. Pero ni lo uno ni lo otro niega la pretensión (frustrada seguramente) de articular un criterio general de aplicación. Por si alguna duda tuviéramos todavía sobre esa unidad del propósito que inspiró la redacción original de la LMV, el intento posterior (reforma de 1998) de articular otro criterio de aplicación suplementario (concretamente el injerto en aquella Ley de la nueva noción de *instrumento financiero*) confirma esa misma motivación fundamental, aunque tampoco esta vez el legislador haya tenido fortuna en el intento. Hay que estimarlo así porque esa nueva noción podría haber servido mucho mejor a los fines ordenadores de nuestro legislador usándola como *género*, factor común, o macro-concepto del que los valores negociables serán meramente otra especie singular al lado de las muy numerosas posibles o, si se prefiere, otra categoría más de naturaleza igualmente compartida con otras modalidades distintas (*v.g.*, otros *productos derivados*; nuevos y viejos *contratos de inversión*). En lugar de ello, la reforma se ha limitado a configurar los instrumentos financieros como simple modalidad alternativa añadida, pero sin género próximo o factor común que unos y otros componentes del catálogo (valores negociables, productos derivados, esquemas contractuales de inversión, etc.) compartan entre sí. Y, miradas las cosas de ese modo —que, en mi opinión, es probablemente el modo más razonable de mirarlas— quizás haya llegado también el momento de ensayar una reconstrucción general del edificio institucional, o, si se prefiere, de la lógica inmanente que procura senti-

do a dicha LMV, sin traicionar al mismo tiempo el programa unitario que, desde su promulgación preside esa normativa.

Para ello es necesario dejar previamente bien asentadas unas cuantas premisas de varia índole o condición (premisas sociológicas, metodológicas e histórico-comparativas), sin cuyo conocimiento erraríamos probablemente a la hora de intentar plantear de manera correcta las claves explicativas de los problemas a los que el legislador tenía que dar respuesta y —lo que seguramente es más importante— fracasaríamos probablemente también en la aplicación de la tecnología jurídica aconsejable a la hora de buscarles una posible solución. Que tal resultado se consiga o no se logre será cosa distinta.

#### IV. DE LAS PREMISAS SOCIO-ECONÓMICAS Y CÓMO LAS MANEJA NUESTRO LEGISLADOR

Para entender la primera de esas premisas, que es también la más básica (puesto que nos enfrenta con el fundamento económico y social de las reglas a adoptar), la pregunta que debemos plantearnos es doble, a saber: a) ¿qué realidad económica existía en el momento en que el legislador español se puso manos a la obra? y b) ¿cuáles eran entonces, para situar los comienzos de la Ley, las exigencias tuitivas (*la need of protection* de la jurisprudencia americana) que reclamaban semejante ordenación? Ambas cuestiones se encuentran bastante estrechamente relacionadas entre sí y por eso, si acertamos a contestarlas de manera más o menos conjunta, lejos de traicionar aquella realidad sociológica descubriremos que las piezas incluidas de forma inadvertida por nuestro legislador en el rompecabezas encajan y se coordinan mutuamente entre sí de manera mucho más armónica de lo que en principio parece. Cosa que sucede no sólo con las reglas que nutren el contenido normativo del ya referido artículo 1º, definidor del *ámbito de aplicación* de la LMV, sino también con las que configuran el catálogo de los *bienes jurídicos protegidos* por sus normas aludido en su artículo 13.

Pues bien, aclaremos, de un lado, que cuando se promulga nuestra LMV ni dentro ni fuera de nuestro país se había descubierto todavía la llamada titulación sintética o los depósitos estructurados, si bien la oferta de “productos” financieros de nuevo cuño había crecido por supuesto notoriamente fuera de España y aun de manera apreciable entre nosotros, de modo particular a través de la aparición de híbridos que acampaban en zonas limítrofes entre las actividades de Banca y Bolsa (cesiones de créditos) o en otras tierras de nadie próximas a la actividad aseguradora (primas únicas) cuya verdadera naturaleza venía a recordar un problema crónico en todos los ordenamientos y tampoco desconocido en el nuestro. (GARCÍA VILLAVÉRDE, “Tipicidad contractual y contratos de financiación”, en la obra colectiva *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en los mercados financieros*, Madrid, 1990, pp. 301 y ss.) Las

señas de identidad de esas y otras innovaciones financieras eran bastante confusas, sin olvidar que hasta el Tesoro Público buscaba por su parte recursos financieros mediante instrumentos opacos, subvencionados mediante una fiscalidad favorable, que entraban así directamente en competencia desleal con otras modalidades de lo que acostumbra a llamarse hoy *commercial paper* (pagarés del Tesoro *versus* pagarés de “empresa”, sin que unos ni otros tuvieran ninguna dimensión cambiaria). De otro lado, las nuevas modalidades de inversión, que seguían apareciendo cada día, no se colocaban precisamente vía Bolsa, mercado secundario otrora único pero que para entonces ya había perdido la negociación de la Deuda Pública, llevaba años sin practicar contratos de “doble” y otras operaciones a plazo (alguna vez articuladas privadamente de manera sumergida y con infracción de normas por algunos Agentes), pero que resucitaron pronto en forma nueva al calor de mercados de futuros incipientes que operaban sin refrendo oficial. Por supuesto, lo que luego llamaría la *Ley mercado primario* —que no es un mercado discreto ni continuo, como tampoco un espacio físico, sino tan sólo la magnitud estadística resultante de sumar las emisiones y ofertas que el Tesoro, los Gobiernos y los particulares mantienen en marcha para su colocación entre el público en un período de tiempo dado— discurría por cauces muy heterogéneos en los que corredores oficiales y libres luchaban a cara de perro contra los circuitos cautivos de la Banca y de la Bolsa, reclamando un espacio de libertad que duraría bien poco porque el sistema se “rebancaizó” rápidamente y los distintos mercados dispersos se han ido “cartelizando” de modo visible en nuestros días.

Pero puede considerarse relativamente claro que la realidad socio-económica existente al filo y tras la inmediata promulgación de la Ley del Mercado de Valores ofrecía varios frentes necesitados de tutela que empezaban por la ruptura del monopolio de los Agentes colegiados en materia bursátil, proseguían por la búsqueda de una desintermediación financiera que acabase asimismo con el predominio de un sistema de banca universal asfixiante para los mercados de capitales, siendo preciso asegurar, en definitiva, la popularización entre todas las clases sociales de una riqueza mobiliaria en auge, pero también imposible de canalizar debidamente si los Fondos de Inversión seguían siendo simple expediente para externalizar la cartera de valores de Banca. En síntesis, resultaba ya imprescindible procurar al ahorrador la posibilidad de elegir por sí mismo entre una gama de productos de inversión suficientemente definidos y básicamente fiables porque las reglas del juego estaban bien establecidas, los intermediarios adecuadamente vigilados y porque mercados clásicos y emergentes gozaban de reglas públicas capaces de sustraerlas a la ley de la jungla. Fue esta última, es decir, la anarquía y perversión de la práctica financiera de los *roaring Twenties*, la que en Estados Unidos alumbró la lógica inmanente del nuevo modelo regulatorio de manera brutal tras la crisis del año 29. Entre nosotros, por el contrario, lo que hace la Ley de 1988 es aprovechar ese modelo

de *Securities Regulation* en su momento de expansión y bajo una coyuntura favorable para que los propios operadores se decidiesen a aceptar el sacrificio personal de modernizar la disciplina.

Empezando por el ámbito de aplicación de la LMV, recuérdese que las piezas sobre las que se articula el modelo parten de la idea de que existen unos *mercados* que es preciso regular porque lo que en ellos se negocia no son bienes de consumo sino de “confianza”, es decir, que se estiman por lo que supone que “valen”; y en ese doble concepto, esto es, porque valen y porque se negocian el legislador los bautiza como *valores negociables*. Pero esa aproximación, que expresa bien el propósito general de nuestro legislador, no se limita en absoluto a la definición del campo de aplicación de la Ley, sino que prosigue de modo semejante al identificar los distintos *intereses jurídicos protegidos* por todas y cada una de sus normas. Cosa que resume con igual precisión su artículo 13, al situar en primer plano de la ordenación:

(i) La *transparencia* de esos mercados, pues, cuando ésta se logra y dichos mercados se comportan “objetivamente”, resulta efectivamente posible,

(ii) La *correcta formación de los precios en los mismos*, de manera que al final, aunque la verdadera substancia de los bienes contratados exija un acto de fe, ya no será posible traicionar aquella “confianza” y, en consecuencia será el propio mecanismo objetivo de los precios el que procurará,

(iii) La *protección del inversor*, quien podrá comprar y vender sin temor lo que de otro modo no sólo serían *intricate merchandises* o mercancías peligrosas sino simples crecepelos de dudosa eficacia, o una colección de “estampitas” propia del timo del mismo nombre, cuando no una pura riqueza imaginaria, como en el cuento de la lechera; comparaciones nada caprichosas y todas muy útiles si queremos ir situando de paso la taxonomía de los distintos productos engañosos que pueden deambular por unos y otros mercados. Y, para atajar ese mal, que no está tan lejos de la figura de la estafa, el artículo 13 de la Ley proporciona siempre la misma receta: información o *disclosure*, es decir, revelación de costes, defectos y riesgos.

En ciertos casos, esto bastará y hasta podrá reducirse dicha información si el inversor es un perito; en otros, no será bastante la *full disclosure* y el tráfico sucesivo de los bienes en cuestión deberá “desbloquearse”, ejercicio que reclama la aportación de más información permanente al mercado mismo (como pide la admisión a la contratación bursátil, cosa que en principio no debería impedir el comercio interpersonal de valores cotizados, permitiendo, *v.g.*, que uno pueda ceder sus acciones a un amigo a precio distinto y fuera de la Bolsa); alguna vez será preciso obtener además la *autorización administrativa* del producto como tal, sobre todo si se trata de instrumentos todavía más arriesgados (futuros y opciones), sin olvidar, en fin, la necesidad de otorgamiento de esas

licencias a quienes administran su colocación y gestionan sus vicisitudes ulteriores (gestoras de Fondos y otras gestoras). En nuestro Derecho requiere también esa autorización administrativa la apertura de los mercados secundarios y, siempre, aunque no actúen dentro de los mismos, la adquisición de la propia condición de intermediario. Pero, con autorizaciones o sin ellas y desde las emisiones privadas a las llamadas empresas de inversión, pasando por los productos financieros y sus mecanismos de gestión *nomine proprio o alieno nomine* hasta desembocar, en fin, en el funcionamiento de los mercados mismos, la pieza que siempre sustenta el edificio institucional es la *difusión de cuanta información sea necesaria para el cumplimiento de esos fines*, según dice expresamente el artículo 13, párrafo 2.º *in fine* de la LMV: Porque cuando el público tiene a su disposición y bien digerida toda la información relevante sobre tan complejo aparato ya están corregidas las diferencias de posiciones contractuales que en sus diferentes *roles* o planos de relación ocupan las partes del negocio y que antes dificultaban la aplicación de un principio de autotutela que entonces volverá por sus fueros. En efecto, si la información es suficiente para todos, cada cual aplicará su propio *caveat* o cuidado, empezando por el comprador, siguiendo por el mandante, el depositante, el destinatario de la OPA, el que apostó a futuro, o quien se aviene a adquirir en una titulización sintética el riesgo que otro prefiere ceder. Hasta la normativa sobre *insider trading* y la relativa a la manipulación de precios, igual que sucede con otras malas prácticas, encuentra en esa asimetría informativa que debe ser corregida su entronque fundamental.

## V. LOS SUPUESTOS METODOLÓGICOS Y EL VERDADERO ALCANCE DEL PROBLEMA

El legislador no es un teórico, sino que se tropieza con problemas prácticos e intenta procurarles solución con las herramientas disponibles en su tiempo, tecnología jurídica que, por cierto, no siempre conoce bien o no conoce en todo su verdadero alcance. Por esa razón si el problema del posible engaño al inversor mal informado se manifiesta históricamente en ocasión de ofertas masivas, es normal que el punto de conexión original para cubrir la necesidad de protección ponga el acento en la desigualdad de esas ofertas y se asocie, por tanto, a los temas de *procedimiento*, identificándolo al final con la idea de apelación general al ahorro del público; un criterio que, como vimos, pronto se muestra insuficiente y abre casi tantas otras lagunas de régimen como las que pretendía colmar. Supuesto que la oferta general no es cómoda de definir inequívocamente, pero resulta fácil de sortear recurriendo a bancos u otros grandes operadores que luego pueden repartir privadamente los instrumentos en cuestión entre su clientela o que siempre es posible también emitir un macro-título singular que puede “trocearse” después con el mismo resultado (por no mencionar otras

prácticas semejantes), es normal que como el gato escaldado que del agua fría huye, el legislador se decidiera entonces a cambiar el centro de gravedad del sistema, situando el punto de conexión en el *producto* cuya puesta en mercado interesa en lugar de enlazarlo con el procedimiento. Y como los productos que el legislador conoce y puede tomar como patrón de referencia, —tanto para su colocación entre el público por primera vez, cuanto para identificarlos como objeto fungible de un tráfico impersonal sucesivo en un mercado secundario—, son precisamente los instrumentos de deuda (pública y privada) así como las acciones y otros documentos de participación social, no debe extrañarnos tampoco en absoluto que, dando un paso más en esa dirección, igualmente problemática y confundiendo el todo con la parte, algunos sistemas, como ha sucedido con los latinos tradicionales, situaran el *núcleo* del criterio delimitador (el “halo”, siempre ha sido más oscuro no sólo en ellos sino también en todos los restantes ordenamientos) sobre determinados instrumentos circulantes, bautizados por la doctrina francesa con el nombre de *valores mobiliarios*.

Más allá de una denominación que puede calificarse de afortunada, la importancia del nuevo criterio delimitador ahora referido se limita a asegurar el distinto tratamiento que merece la riqueza mueble y lo que podríamos llamar con terminología económica actual activos personales bajo nuestra propia gestión (tangibles o intangibles) y, sobre todo para separar la inversión mobiliaria de lo que llaman los anglosajones *Real State* o *Real Property* (los bienes raíces o propiedad inmobiliaria). Pero, además de que la innovación financiera no se detiene en ese punto y hoy existen instrumentos para la colocación del ahorro cuya base son precisamente inmuebles gestionados *nomine alieno* por Fondos de Inversión, esa identificación del todo con la parte tuvo su efecto más perverso por culpa de un nuevo salto conceptual inadvertido que acabó desplazando el centro de gravedad del sistema desde la noción de valor mobiliario en sí mismo a la figura dogmática en absoluto coincidente del *título-valor*, cuyas notas distintivas esos valores mobiliarios nunca lograron satisfacer debidamente, no obstante el esfuerzo doctrinal por encajar las acciones y otros documentos nominativos dentro de la referida categoría. Sobre este último “salto” en el vacío, por no decir traspies radicalmente incorrecto, habremos de volver enseguida. Antes de hacerlo, y para rematar el recuerdo de las premisas que deben orientar la reconstrucción del sistema, hay que mencionar rápidamente todavía el panorama comparado sobre la materia.

## VI. RECUERDO ELEMENTAL DE LOS DIFERENTES SISTEMAS LEGISLATIVOS COMPARADOS

Ya queda dicho que los Estados Unidos, progenitor del nuevo modelo ordenador desde entonces llamado *Securities Regulation*, es un sistema *dualista* que cuenta con leyes diferentes para regular las ofertas de venta (mercado

primario) y el tráfico bursátil, ampliado luego a otros mercados secundarios que, por cierto, no supervisa la SEC, tratándose de productos derivados. Si además recordamos que en ese país los llamados *stock certificates* son documentos nominativos, cuya transferencia directa no sólo ha dificultado su desmaterialización sino hasta la simple *inmovilización* de ese certificado en forma de depósitos que no se tocan y en los que las transferencias se sustituyen por un sistema de *book entry*, se comprenderán más fácilmente dos cosas muy importantes. La primera es que en ese país el concepto delimitador que venimos estudiando se orienta en mayor grado a cubrir las necesidades de protección de la *Securities Act* de 1933 que a satisfacer los fines propios de la Ley de Bolsas (*Exchange Act*) de 1934. La segunda es que esa necesidad de protección aparece vinculada con el problema de la desinformación o del engaño y resulta independiente desde su origen de la dogmática de los títulos valores que, como todo el mundo sabe se resume en la idea de que el tercer adquirente de buena fe de tales documentos deviene titular del derecho mencionado en el mismo, aunque tal derecho no pertenezca al transmitente, igual que queda inmune también frente a las excepciones que a este último pudiera oponer el emisor del título. La idea de la que se parte en Estados Unidos es muy distinta y se resume en la comprobación de que existen ciertos productos de riesgo o *intricate merchandises* que a pesar de todo pueden venderse si el oferente decide revelar todos sus vicios, por lo que la Ley del 33 se conoce metafóricamente como la “Ley de los huevos podridos” (*rotten eggs*) o “ley de la verdad” (*True in Securities*) aunque los bienes concretos que quedan sometidos a esa exigencia a través del folleto se enumeren simplemente de manera descriptiva en los textos legales, en lugar de articularlos sobre conceptos técnicos. En base a esa descripción circunstanciada se articula luego, ayudada por vía doctrinal y jurisprudencial, una clasificación trimembre que incluye en primer término los valores propiamente dichos (*Securities*) a los que se añaden luego los instrumentos financieros (*Financial Instruments*) y otros posibles esquemas contractuales de inversión (*Investment contracts*) como categorías perfectamente separadas en los tres casos de otra cuarta y distinta como son los títulos valores (*negotiable instruments*) que se regulan por sus normas y (para los Estados que lo adopten) por el *Uniform Commercial Code*.

Este modelo ha influido decisivamente en un principio sobre el sistema belga, que no obstante algunas veleidades para encajar la noción francesa de *valeur mobilier*, trae su origen del régimen de información a transmitir al inversor en ocasión de las ofertas públicas, hasta que se reforma luego tras advertir sus problemas e insuficiencias, para terminar por afiliarse definitivamente al modelo *descriptivo* de valores, instrumentos y productos sujetos a la regulación informativa, de modo semejante a lo que sucede en Estados Unidos. Leyendo el artículo 2 de la Ley de 22 de abril de 2003, se advierte sin más la dimensión casuística y enumerativa del campo de aplicación propio de sus *offres publiques*

(donde se incluyen las de adquisición, admisión o negociación y las recomendaciones y consejos de inversión) que sólo dejan fuera de la disciplina legal correspondiente puros depósitos de dinero, dados o recibidos por los establecimientos de crédito, las divisas, los metales preciosos y mercancías, así como los contratos de seguros de vida.

El tránsito ha sido más traumático en los restantes sistemas latinos y aun en el alemán, que siguió vinculando la disciplina correspondiente a la figura de los *Effekten*, como modalidad singular de los títulos-valores que acostumbraban a colocarse en serie, mientras que los esquemas informativos propios de los prospectos o folletos, al revés de lo que sucedía en los sistemas anteriores, sólo regían para la admisión de títulos a cotización oficial en Bolsa como prototipo de los mercados secundarios. Así pues, hasta que la Segunda Ley alemana de Promoción del Sistema Financiero (1994) se ha decidido a incorporar una supervisión independiente de todos los mercados de capitales, afiliándose no sin notables resistencias al nuevo modelo de *Securities Regulation*, el Derecho alemán tampoco era en este punto un buen ejemplo a seguir.

El imperialismo del *valor mobiliario* perduró un par de años más en su país de origen (Francia) donde hemos de esperar al 2 de julio de 1996 para que la Ley 96/597 de *modernisation des activités financières* se decida a sustituir aquella noción tradicional por la de *instruments financiers* procedente de la Directiva Europea sobre *Investment Services*. Y lo propio hizo el legislador italiano, que ya había sustituido años antes su primitivo criterio delimitador (apelación pública al ahorro) por el valor mobiliario sin demasiado éxito (1974), pasándose finalmente a la noción de instrumento financiero en el llamado *Testo Unico delle Disposizione in materia di Intermediazione Finanziaria*, aprobado por Decreto Legislativo de 25 de febrero de 1998. Lo que ocurre es que, la doctrina italiana, generalmente avisada, no ha dejado de advertir que igual que sucedía con la categoría homónima Estados Unidos y aun en mayor grado con la de *investment* o actividades de inversión, seguida por su parte en el sistema jurídico británico desde la *Financial Services Act* de 1986, ese cambio conduce a un círculo vicioso. Pues actividad de inversión es únicamente la que tiene por objeto instrumentos de esa clase y tales instrumentos han sido precisamente los valores mobiliarios y otros instrumentos semejantes, *productos* todos que, siguiendo la terminología alternativa que el propio sistema y la doctrina italianos nos ofrecen a menudo (las normas nos hablan unas veces de valores, otras de instrumentos, y algunas de productos), han de considerarse forzosamente de naturaleza equivalente.

Pero la vida sigue y la discusión respecto de los criterios legales de delimitación no se han apaciguado; más aun, parece claro hoy que —a la vista de la evolución anterior— conviene abrigar un sano escepticismo frente al ideal teórico de encontrar un expediente indubitado para lograr una solución inequívoca.

En el Derecho federal norteamericano, el de más larga tradición en la regulación de la materia, se advierte incluso una demanda recurrente a favor de una intervención legislativa que, rebajando la contradicción entre las diferentes normas aplicables, ayude a resolver las dudas y resulte capaz de armonizar en mayor grado las líneas maestras del sistema. (Lawrence F. Orbe III, "A security: The Quest for a Definition", 12-3, *Securities Regulation Law Journal*, 1984, pp. 220 y ss.). Pero, a pesar de que esa tarea ya estaba substancialmente realizada hace prácticamente ya veinticinco años, de modo particular en lo que se refiere a los requisitos de *disclosure*, y sin olvidar que, con la contribución de los mejores especialistas, el *American Law Institute* tenía elaborada una propuesta para un nuevo *Federal Securities Code* desde 1978, es lo cierto que semejante puesta al día —que nosotros sepamos— nunca ha visto la luz y los autores continúan dando vueltas al asunto desde entonces (Cfr: Edward F. GREENE, "Integration of the Securities Act and the Exchange Act: A Case Study of Regulation of Corporation Finance of the United States Securities and Exchange Commission", 3-1, *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, 1981, pp. 75 y ss.)

## VII. EL DERECHO ESPAÑOL ANTES DE LA REFORMA: LUCES Y SOMBRAS

A estas alturas de la exposición ya es posible descubrir que el tema de la necesidad de protección en realidad se ha venido mezclando en todos los sistemas jurídicos modernos con otros dos problemas distintos que tienen que ver a su vez con asuntos más clásicos o, si se prefiere, con dificultades de toda la vida, como son el problema de posible elusión de la *ley aplicable* y desde luego el más viejo de los pecados jurídicos, es decir, cómo poner remedio al *fraude de ley*. Hasta ahora prácticamente no se han conseguido erradicar semejantes males de ningún país del mundo porque su único tratamiento jurídico posible, por insatisfactorio que nos resulte, no puede ser otro que el consagrado en los números 2 y 4 del artículo 6 del Título Preliminar de nuestro Código Civil. Pero lo cierto es que la búsqueda de los sucesivos criterios delimitadores ha venido guiada siempre por la misma preocupación: que no se burle la Ley ni existan espacios exentos a los que no lleguen sus normas. En el tema que nos ocupa la noción británica de *investment*, dada su generalidad —por extraño que resulte en su sistema de origen, más rico en detalles que en principios— puede ayudar seguramente a paliar tales problemas en parte, gracias al poder de abstracción que la distingue. Así es, porque amplía el ámbito de aplicación de la disciplina correspondiente y permite que entren bajo el manto del Derecho positivo todos esos supuestos híbridos antes mencionados, sin sustraer tampoco de su ámbito de aplicación productos aseguradores o bancarios en sentido estricto; la noción de *security* (que también conoce dicho ordenamiento británico) puede reservarse entonces para los valores tradicionales como núcleo ordenador en cuyo en-

torno van situándose luego los nuevos fenómenos. Esos fines delimitadores y las labores de reintegración del sistema pueden recibir también una ayuda importante cuando su implementación, como sucede en Estados Unidos, se confía finalmente al juicio de los Tribunales, aunque, a decir verdad, hasta el desmantelamiento de la *Glass-Steagall Act* (que separaba las actividades de Banca e Inversión) las entidades de crédito procuraron no abusar de la emisión de los mencionados productos híbridos para no caer precisamente bajo la lupa de la SEC. El auxilio “reintegrador” ahora mencionado se explica entonces porque una jurisprudencia evolutiva inteligente puede ir acomodando dicho sistema a las exigencias de los tiempos, ayudando a perfilar el halo de aquella relación trimembre (*securities, instruments, contracts*) para determinar si los nuevos productos que van apareciendo tienen encaje o no dentro de alguna de esas tres categorías. Y así se ha hecho efectivamente por medio de *Test*, más o menos afortunados, que ahora no es preciso detallar, siendo el más conocido de todos el llamado *Howey Test*, bajo el que se considera aplicable la disciplina especial cuando el producto en cuestión permite *the expectation of profits by the investor* en base a la actividad de quien promueve la recolección de recursos bajo un esquema de rentabilidad compartida en base a la actuación del propio promotor o la de un tercero (Robert N. RAPP, “The Role of Promotional Characteristics in determining. The Existence of a Security”, vol. 9-1, *Securities Regulation Law Journal*, 1981, pp. 26 y ss.)

En nuestro caso el planteamiento de la LMV era manifiestamente de calidad superior a la de otros ordenamientos latinos; y el legislador español demostró además su prudencia al establecer que no había que recurrir al texto legal para resolver los casos difíciles, cuyo tratamiento debía hacerse en base a criterios de analogía económica entre los valores negociables propiamente dichos y los nuevos instrumentos que fueran apareciendo. Por eso no es una pura ingenuidad, como ha señalado apresuradamente algún autor (ROJO), no representa tampoco una enumeración innecesaria por lo obvio, como apuntan otros críticos (SÁNCHEZ CALERO), ni constituye siquiera un error de perspectiva, desconocedor de las diferentes necesidades de protección que latan en los distintos sectores de la disciplina (como ha dicho A. RECALDE), abordar el desarrollo reglamentario del concepto de valor negociable por un sistema de doble lista (positiva y negativa) seguido de una cláusula general, aunque esas tres piezas del Reglamento de Emisiones, que comparten la articulación del criterio delimitador positivamente sancionado entre nosotros como veremos a continuación, resulten un tanto tributarias de la noción clásica de valor mobiliario.

Con la relación positiva (valores negociables indubitados) y la negativa (los que con igual certeza no lo son) se determina en efecto con relativa seguridad el *núcleo* de la categoría, mientras que la cláusula general permite decidir dentro de su *halo* lo que deberá entrar en o salir de ella si luego aparecen —que aparecerán— fenómenos nuevos difíciles de encajar en una u otra lista. Aunque

la cláusula general contemple como factor especial de encaje el *régimen de transmisión*, la verdad es que aquel Reglamento no está pensando —contra lo que habitualmente se opina— en el carácter circulante de los títulos o las anotaciones como alternativa al régimen civil común de la cesión de derechos. En lo que está pensando más bien ese texto positivo es que el contenido patrimonial de esos derechos, por supuesto genuinamente cedible, no incluya recorte traslativo ninguno (lo serían ciertamente las cláusulas estatutarias restrictivas) que impida su compra y venta por simples variables objetivas de precio y cantidad. Adviértase además que muchos de nuestros autores yerran al asociar esa idea medular de tráfico impersonal con el funcionamiento propio de los mercados secundarios oficiales. Sin duda en ellos se da específicamente; pero no son ellos los únicos que la procuran. Por eso no hay en la cláusula general mención expresa a esos mercados secundarios, sino a algo más etéreo que llama el Reglamento de forma deliberadamente más ambigua un mercado de *índole financiera*. Y eso lo cumplen también los mercados grises de colocación primaria “para cuando se emita”, lo cumplen asimismo los secundarios no oficiales que se han construido en Alemania, en Estados Unidos (e inclusive alguna vez entre nosotros), para intentar colocar las cuotas de cuentas en participación o para acciones de las compañías comanditarias, y hasta puede predicarse de los que negocien simples *promesas de acción* referidas a un futuro aumento de capital (fenómeno discutible y justamente prohibido bajo el régimen tradicional de la sociedad anónima) o sobre obligaciones todavía no inscritas (que ofrece mayor posibilidad de ser aceptados y la propia CNMV reglamentó tempranamente mediante una Resolución de 19 de febrero de 1992 hoy olvidada que permitió la negociación en el mercado AIAF de lo que realmente eran recibos de suscripción para valores de renta fija en trance de colocación). La idea de esos mercados financieros “no oficiales” y más o menos “organizados” se ha perdido también entre nosotros como consecuencia de haber colocado en el primitivo artículo 77 de la LMV que entonces se refería a ellos una institución ahora ya muy distinta (el FGI) aunque, por fortuna, todavía algunos recuerdan la inspiración original del texto comentado (Nieves LÓPEZ, “El ámbito objetivo del Mercado de Valores: delimitación del concepto de valores negociables tras la introducción del concepto de instrumento financiero y aproximación a este último”, 88, *RDBB*, 2002, que también recoge en la p. 95 jurisprudencia y doctrina sobre venta de acciones antes de la inscripción, un fenómeno mejor estudiado por María José CASTELLANO, *La suscripción incompleta del aumento del capital en la Sociedad anónima*, Madrid, 2004, pp. 192 y ss., que yo mismo he criticado igualmente en *Sociedades Anónimas modelo 1998, reforma [parcial] y crítica [total] de un texto legislativo reciente*, Madrid 1999, pp. 154 y ss.)

Estas claves son las que no ha sabido ver nuestra doctrina, que en cambio acierta al decir que si la cláusula general estuviera bien hecha, sobraba también

entre nosotros la necesidad de incorporar la categoría de los “instrumentos” o cualquier otro esquema contractual de inversión, ya que la expansión fisiológica del sistema podía venir garantizada sin recurrir a nuevos conceptos por la función de cierre que aquella cláusula general cumple. La mejor demostración de que efectivamente era posible esa expansión natural es que hasta la reforma de 1998 no sólo se institucionalizaron a través de ese mecanismo diversos instrumentos de especulación y cobertura u otros productos derivados de naturaleza despersonalizada y uniforme, sino que fueron posibles diversas modalidades de titulización, por referirnos exclusivamente ahora a las innovaciones financieras de mayor relieve. A la postre, pues, la clave de la criticada cláusula general no está sólo ni quizás tanto en el sustantivo “régimen de transmisión”, como en el complemento circunstancial de lugar “en un mercado de índole financiera”; por cierto, aunque para tener ese carácter hoy ni siquiera el espacio físico y la localización importen.

Este olvido de la pieza fundamental o válvula que abre o cierra la entrada al sistema sí resulta criticable, a nuestro juicio, porque hace ya muchos años que el profesor RUBIO —en una intuición genial— nos había advertido a todos que, a diferencia de lo que sucede con los títulos-valores propiamente dichos (cuyas notas distintivas —nos guste o no—, los valores mobiliarios no cumplen) la verdadera característica de todos los que articulan esquemas financieros de inversión es que circulan muchísimo y desde luego mucho más que cualquiera de los títulos propiamente dichos: porque, aunque su régimen de transmisión no facilita precisamente su traspaso, éste tiene lugar cotidianamente en Bolsa lo que, para decirlo todo, los hace además irrevindicables. El profesor RUBIO no lo expresó de una manera tan clara; pero apuntó cabalmente a la diana al insinuar que en el caso de los clásicos valores mobiliarios —permítanme decirlo con una fórmula que él tampoco Estados Unidos, pero que yo repito siempre porque es la que mejor expresa la idea que nos quiso transmitir— ese carácter circulante no viene tanto del Derecho (régimen jurídico de transmisión) como de la Economía (existencia de mercado que aseguran esa *negociabilidad*) cosa que ahora la propia Exposición de Motivos de nuestra LMV precisa diciendo que “deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca [esa] transmisión sobre las características personales de los contratantes”. Como me tocó redactar personalmente la cláusula general y no he olvidado nunca esas enseñanzas de RUBIO (*Derecho cambiario*, Madrid, 1973, p. 62) habrá que aceptar con humildad las críticas adelantadas que demuestran el muy escaso acierto conseguido al plasmar en el texto del Reglamento la idea referida. Porque, aunque no es dudoso que la norma se aplicó con ese criterio y funcionó razonablemente bien durante los primeros años la CNMV, bastó que vinieran otros comisionados con criterio distinto para que dejara de hacerlo. Mal asunto desde la óptica institucional que más importa;

porque lo que prevaleció al final no fue el texto (objetivo y autosuficiente) de la norma sino, para decirlo con palabras de la propia Exposición de Motivos, la disciplina de la Ley acabó dependiendo a la postre de las *condiciones personales* o entendimiento subjetivo diferente de cada aplicador o intérprete.

Digamos finalmente, para rematar esta ya excesivamente larga reconstrucción de las premisas del sistema, que en aquellos primeros años no pudo prescindirse completamente de una referencia a la *vexata quaestio* del “régimen de transmisión” por tres razones. Primero porque, como acaba de verse, era el término de comparación que el propio legislador obligaba a seguir a la hora de redactar el Reglamento (otra cosa sería quizás si no hubiera habido que reglamentar nada, desarrollando la LMV por vía interpretativa y aplicación de su texto directamente). En segundo lugar, hubo que hacer referencia a ese régimen de transmisión porque era componente característico de los supuestos incluidos positiva o negativamente en la doble lista de la norma reglamentaria (aunque como enseguida veremos no fuera el único ni siquiera tampoco el principal), de suerte que de no haberlo incluido también dentro de la cláusula general ésta estaría negando al definir el “halo” precisamente el “núcleo” principal que la compone. Y, por último, dado que una y otra razón hacían aconsejable mencionar ese régimen de traspaso, prescindir luego totalmente de su juego a la hora de decidir el encaje o exclusión de nuevos instrumentos e innovaciones financieras dentro del sistema era igualmente inconveniente porque dejaba en manos de la CNMV un espacio excesivamente discrecional para el tratamiento de los casos dudosos.

Con estas ideas muy claras en la cabeza podemos entrar ya de modo más seguro en el comentario de las notas que definen lo valores negociables en nuestro Derecho y también en los supuestos concretos que toma como tales o rechaza decididamente el tan repetido Reglamento de 1992.

## VIII. LOS VALORES NEGOCIABLES: CONCEPTO, EXCEPCIONES Y CARACTERIZACIÓN

Tal como adelantamos al principio, aunque no sea la más compleja, la pregunta acerca de *qué es un valor* no está exenta de dificultades. Procurarle respuesta no es, sin embargo, cuestión tan complicada porque, en sentido jurídico, los instrumentos que llamamos así son una manifestación más, entre otras, de los *objetos* de Derecho y deben conceptuarse, más técnicamente, como *bienes de segundo grado*, en cuanto que el “valor” que incluyen —y del que precisamente les viene su nombre— deriva del que reciben o alcanzan como objeto fructífero, ya sea por su condición de parte alícuota del empréstito al que pertenecen (público o privado), ya sea por el que les corresponde como fracción o porcentaje del capital de la sociedad que los emite. Los valores que forman

parte de un empréstito acostumbran a llamarse también de *renta fija*, por más que no siempre su retribución consista en un interés de esas características; los integrantes del capital de la empresa se conocen como valores de *renta variable*, pues su rendimiento depende de la marcha de los negocios sociales y puede suceder que no lleguen a alcanzar retribución alguna si la entidad emisora no obtiene beneficios o decide no distribuirlos. Entre aquellos instrumentos de renta, en su sentido más puro, y estos otros que, en su expresión más estricta, serían simplemente derechos de participación social, han ido proliferando después numerosas modalidades intermedias (v.g., obligaciones convertibles, certificados de participación en beneficios, bonos subordinados, etc.) que ponen de relieve la inestabilidad de las fronteras clasificatorias y la importancia de la llamada “innovación financiera” (Myrte W. CLARK, “Entity Theory, Modern Capital Structure Theory, and the Distinction between *Debt and Equity*”, 7/3, *Accounting Horizon*, 1993, pp. 14 y ss. Entre nosotros A. TAPIA HERMIDA, “Las obligaciones convertibles en el Derecho español”, *Derecho de Sociedades Anónimas III*, Madrid, 1994, pp. 1095 y ss.) Pero el contenido de derechos que nutre la sustancia de un valor tampoco se reduce a conferir pretensiones crediticias para reclamar una cantidad de dinero (dividendos, intereses, etc.), sino que en ocasiones incluye la atribución de específicos poderes de configuración jurídica para exigir la entrega o concurrir con preferencia a la adquisición de otros valores (cupones de suscripción, *warrants*, etc.). El Reglamento de Emisiones y Ofertas Públicas de Venta de 27 de marzo de 1992, que —como ya sabemos— sigue un sistema mixto de enumeración y cláusula general a la hora de identificar la categoría que llamamos “valores negociables”, menciona todas esas modalidades, y también alguna más, en su bastante circunstanciado elenco descriptivo, donde, desde la letra a) hasta la f), se relacionan las principales modalidades que componen la lista positiva del número 1 de su artículo segundo.

Dicha enumeración tiene interés sobre todo porque la aplicación de la racionalidad económica ha permitido la multiplicación de lo que técnicamente podríamos entender como un fenómeno característico de articulación de *derechos sobre derechos*, hasta el punto de que el texto reglamentario considera que son también valores otros instrumentos distintos y que califica como “*derivados* que den derecho sobre uno o más vencimientos del principal o intereses”, de otro producto-madre [letra b), núm. 1, artículo 2, como puede ser el caso, v.g., de los *Strips* de deuda] atribuyendo también dicha calificación a “las participaciones o derechos negociables que se refieran (a su vez) a valores o créditos [letra f) *in fine*]”<sup>(1)</sup>. Por eso hay que intentar dar entrada en el sistema a todos

---

(1) Las siglas STRIPS, dada la influencia extranjera que invade la terminología del sector, significa *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*, que hizo fortuna en el mercado americano de bonos, donde esa separación se conoce como *Bond Stripping*.

aquellos fenómenos que lo merezcan, cerrando tan sólo la frontera (*lista negativa*) respecto de aquellos otros seguramente incompatibles o que de ningún modo formaban parte antes, ni deban llegar a formarla ahora, del grupo viejo y nuevo de los llamados valores negociables. Razón por la que el texto mencionado no se conforma efectivamente con hacer una relación positiva de los instrumentos en cuestión como sucede en otros ordenamientos; y, en el número siguiente de ese mismo artículo, formula suplementariamente otra lista distinta para decirnos *lo que no* es un valor negociable. Como esa relación negativa es bastante elocuente por sí misma, antes de aludir a los fenómenos que no entran en su “núcleo” es mejor adelantar los que no caben tampoco dentro del “halo”.

Han ido apareciendo en efecto toda una suerte de instrumentos de *tercera generación* que no deben confundirse, sin embargo, con los mal llamados *productos derivados* mencionados antes y que, por más que tengan ese mismo carácter (derivado), que coincidan también en su forma de representación y aun alcancen en sí mismos un precio distinto del que puede corresponder al instrumento subyacente o principal que les sirve de base o referencia, no pueden considerarse, no obstante, como valores mobiliarios en un sentido estricto, aunque también queden sujetos a la disciplina de los mercados de valores en otros aspectos. Nos referimos ahora a los futuros y opciones que, ya se nos presenten como derivados sobre “físicos” (v.g., un futuro o una opción sobre una partida de café u otras mercancías o *commodities*), ya tengan como subyacente una magnitud de carácter ideal articulada convencionalmente (v.g., un índice bursátil, un *bono notional*) podremos decir, quizá, que son activos financieros y hasta instrumentos negociables en un sentido económico; pero nunca será correcto afirmar que son valores en sentido técnico-jurídico. (Walter P. SCHUETZE, “What is an Asset?” 7-3, *Accounting Horizons*, 1993, pp. 70 y ss.) Es cierto que los futuros y opciones normalizados de carácter financiero que se negocian en mercados estatales habrán de representarse por medio de Anotaciones en Cuenta, igual que sucede, por ejemplo, con los valores cotizados en Bolsa; pero tales activos no son valores, sino contratos *estándar* que se rigen por su propia disciplina, sin que les resulte de aplicación la dictada para regular los valores negociables (exclusión concorde y que establecen tanto el artículo 1 del Reglamento de los Mercados de Futuros y Opciones de 20 de diciembre de 1991, como también el artículo 1 del propio Reglamento de Emisiones). A esta exclusión añadirá todavía el texto reglamentario últimamente mencionado el elenco nuclear de instrumentos específicos que no tienen carácter de valores negociables y que presentan en todos los casos como factor común [letras a) hasta la e), del núm. 2 del también mencionado artículo 2 del último Reglamento mencionado] el dato bien visible de referirse a posiciones jurídicas en las que prevalecen componentes de derecho de personas o con un significado de *intuitus* que hace imposible su objetivación. Pero, bien miradas las cosas, lo importante de esa lista excluyente no es tanto que los fenómenos

sustraídos a esa calificación como valores negociables carezcan de esa dimensión patrimonial objetivada, en otros casos incluso “cosificada” en mayor grado merced a su representación mediante un soporte cartular o “anotado” esencialmente circulante que ayude a clasificarlos de un modo negativo. La ausencia de esos factores contribuye también a excluirlos de la categoría; pero mayor relieve tiene quizás el criterio normativo de que en numerosos supuestos esos instrumentos de *inversión*, positivamente excluidos del núcleo de la figura que estudiamos, se gestionan o controlan personalmente también por el propio titular del bien (la cuota de una compañía colectiva o en cierto modo la de una sociedad cooperativa son ejemplos evidentes) y por tanto resulta obvio que los remedios jurídicos para procurarse luego la “auto-tutela” (a la que pretende llegar nuestro legislador en otros casos previa *disclosure*) son seguramente menos necesarios para quienes puedan procurarse directamente ese control de los riesgos del producto directamente. En sentido inverso se comprende que haya llegado a discutirse si las llamadas “cuentas” discrecionales de inversión, sometidas por naturaleza a la gestión ajena del intermediario que las mantiene para comprar y vender *securities* o *commodities* son en sí mismas “valores” sometidos a la disciplina correspondiente cosa que no sólo a nuestro entender, sino según la opinión de la doctrina más atenta, mezcla indebidamente realidades diferentes (PELOSO y LABELLA, “Determining if Discretionary Customer Accounts are Securities”, 9-4, *Securities Regulation Law Journal*, 1982, pp. 307 y ss.)

#### IX. (Sigue) EL SIGNIFICADO DE LA CLÁUSULA GENERAL Y LA INCLUSIÓN DE OTROS VALORES EN EL SISTEMA

Así pues, aun cuando todos los valores expresan o incorporan derechos subjetivos, no es verdad a la inversa que cualquier derecho pueda transformarse en un valor y mucho menos en valor negociable. Para que una posición jurídica pueda llegar a configurarse de ese modo ha de reunir una serie de *características* entre las cuales destaca especialmente que se refiera a facultades de estricto significado patrimonial que permitan su tratamiento objetivo como “cosas” y que resulten susceptibles no sólo de circular libremente por la corriente del tráfico sino de comprarse y venderse masivamente en un mercado público conforme a puras variables impersonales de precio y cantidad. Así pues, a las notas de *patrimonialidad* y *carácter circulante* que distinguen a los valores en general, y a los mobiliarios muy particularmente, añaden los verdaderamente *negociables* otros dos rasgos suplementarios derivados de su aptitud para generar mercados de funcionamiento público y permanente (*marketability*) y vinculados (como fácilmente se comprende) al carácter sustituible de los bienes que en ellos se negocia (*fungibilidad*). El conjunto de esas notas es lo que llamamos *negociabilidad*, un rasgo delimitador que, en palabras de la Exposición de Mo-

tivos de la LMV merecedoras de repetición, es “algo más amplio que la mera transmisibilidad propia de prácticamente todos los derechos y que deberá definirse en ‘términos’ de un mercado que (...) se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes”.

Al servicio de ese propósito fundamental exige suplementariamente nuestro Derecho que los valores negociables aparezcan configurados como instrumentos “homogéneos y agrupados en emisiones”, que es cosa distinta también de su colocación en serie (artículo 2 de la LMV). Pero tal *homogeneidad* no se ve afectada por diferencias de carácter secundario (fechas de puesta en circulación, separación en tramos distintos, diferente mecanismo de fijación de precios) siempre que no modifiquen la sustancia de la cosa ni tampoco la unidad de emisión (artículo 4 del Reglamento); y, por otra parte, aunque por regla general la categoría de los valores mobiliarios —a diferencia de los efectos de comercio— se refiere a instrumentos colocados en masa y no admite como tales a los de libramiento singular, tal exigencia no es tampoco óbice para que determinada emisión que se concentre en un instrumento único quede sujeta a la disciplina de dicho texto reglamentario si implica la captación de fondos reembolsables del público [letra c) del número 1 de su artículo 2, argumento *a contrario*], o permite que aquel valor pueda ser “troceado” y distribuido luego en las participaciones o derechos negociables de carácter fraccionario que nos recordaba la letra f) del mismo texto. A la postre, pues, y dada la orientación finalista que según lo adelantado preside la regulación de la LMV, se comprende que el Reglamento de Emisiones y Ofertas Públicas de Venta entienda que, más allá de los concretos valores negociables mencionados positivamente en su texto, idéntica calificación debe corresponder también a “cualquier otro derecho de contenido patrimonial [...] que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera” [artículo 2, número 1, letra f)]. Tal es la cláusula general tantas veces recordada.

Una vez aclarado que los valores no son simples derechos (aunque resulten constitutivamente transmisibles) ni tampoco contratos (aun cuando se negocien de manera uniforme en mercados financieros de carácter oficial), parece necesario profundizar en su caracterización como objetos jurídicos, que es la categoría a la que, según lo adelantado, pertenecen. En ese marco destaca su significado como bienes *genéricos y fungibles*, susceptibles, por tanto, de ser negociados por simples factores económicos (precio y cantidad) y que se asemejan a las mercancías —aunque no sean tales— por su disposición a ser objeto de un mercado servido por un tipo de comerciantes profesionales y aun especializados en su compleja contratación. Por su forma de representación los valores serán unas veces cosas *corporales* (si están representados por medio de Títulos) y otras más bien derechos *incorporales* (si están representados por Anotacio-

nes); pero, en uno y otro caso, parece que todos ellos habrán de considerarse además como *bienes muebles* a ciertos efectos (argumento *ex artículo 51 de la LSA*). Esta calificación legal, según lo anticipado, es una *ficción* jurídica, que traduce la pretensión del legislador español de asegurar la *equivalencia funcional* entre las dos vías posibles para convertir en “valor” o bien en un sentido técnico una misma realidad económica. Pero esa calificación tiene jurídicamente algo de voluntarista, ya que el sistema de publicidad mobiliaria, vinculado a la posesión y la *traditio rei*, no pueden aplicarse en sus propios términos a los valores anotados, que más bien se nos presentan como bienes muebles registrables que precisan de la inscripción para su titularidad y traspaso. La constitución del valor como tal —que no por lo general el nacimiento del derecho patrimonial que le presta contenido— precisa de la incorporación al soporte configurador de que se trate (Título-Valor, Escritura de Anotación o documento alternativo, según aclara el artículo 6 del Reglamento correspondiente). La creación del soporte (cartular o tabular), puede coincidir o no con la propia emisión del valor, teniendo en todo caso dicha forma de representación un carácter irreversible para las anotaciones y disfrutando entonces de una reserva de denominación, como rasgos que no se predicán —artículo 5 de la LMV— respecto de la forma de representación mediante títulos. Todos los valores *admitidos a negociación en un mercado secundario* se identificarán además informáticamente por medio de un código cuya atribución corresponde asignar en nuestro país a la CNMV (disposición adicional quinta del Reglamento de Emisiones y Circular de la CNMV 3/1992, de 8 de octubre). Por regla general los valores son, en fin, *cosas simples* y ni siquiera cuando se trate de instrumentos derivados, que tienen otra entidad distinta como subyacente, pierde cada uno de ellos su natural autonomía. Pero ocasionalmente pueden existir también *combinaciones de valores* (v.g., obligaciones con *warrant*) que en la medida en que se configuren como entidades separables, exigirán tres códigos distintos, uno para el valor con el *warrant*, otro para el valor sin el *warrant* y otro para el propio *warrant*, según aclara la Norma 3.<sup>a</sup> de la Circular antes referida. (Para todo el planteamiento *vid. la voz* “Valores negociables”, que yo mismo firmo en la *Enciclopedia Jurídica Básica* de Civitas, Madrid, 1995.)

## X. LA NUEVA CATEGORÍA DE “INSTRUMENTOS FINANCIEROS”

Éste era el diseño unitario contenido inicialmente en la LMV española y sus normas de desarrollo. Pero ya se habrá advertido que todos los sistemas latinos han cambiado su legislación para introducir una nueva categoría bautizada con el nombre de “instrumentos financieros”. Y en todos los casos esa reforma no es ajena tampoco a la influencia de la Directiva europea de 1993 sobre Servicios de Inversión, a la que ha venido a añadirse luego la reguladora del Abuso de Mercado, pues una y otra los enumeran respectivamente en algu-

nos de sus Anexos como objetos potenciales de la actividad de las empresas del mismo nombre. Como esas Empresas de Inversión son entidades reguladas y sometidas a la vigilancia de específicas entidades de supervisión, el ámbito de aplicación de la disciplina reclama lógicamente, a fin de facilitar esa labor supervisora, que el criterio delimitador (que antes habíamos visto articular tomando como punto de conexión primero los *procedimientos* y después los *productos*) se organice ahora de forma nueva en torno a la *actividad* de las empresas que protagonizan un tráfico que se estima necesitado de regulación. En la medida en que esa actividad abarca el diseño de algunos instrumentos, como pueden ser los *Swap* [número 5, Sección B), ISD] que por naturaleza son contratos individualizados, configurados según las características singulares acordadas por ambas partes y que además carecen de negociación en mercados *de índole financiera*, a menos de procurar a la expresión un contenido tan amplio que anularía su poder delimitador, la conclusión es obvia: si queremos que semejantes actividades, crecientemente asumidas por ese tipo de empresas —y que pueden tener además significativa repercusión negativa en su balance—, no queden sustraídas a la vigilancia de los organismos de control habrá que ampliar la gama de contratos e instrumentos sujetos a semejante disciplina. Ése es el planteamiento que explica, también entre nosotros, la inclusión de los dos nuevos párrafos segundo y tercero que la reforma de la LMV el año 1998 añade al viejo artículo 2 de su versión original, según ha visto bien nuestra doctrina (Pere KIRCHNER y Carlos SALINAS ADELANTADO, *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Valencia, 1999, pp. 62 y ss.)

Por consiguiente, tras la reforma de la LMV el año 1998 toma carta de naturaleza en nuestro Derecho la nueva categoría de los *instrumentos financieros* que, para decirlo todo, comprende a su vez tres modalidades distintas: *El nuevo apartado a)* cubre todos aquellos instrumentos, y más precisamente los contratos de cualquier tipo, que se negocien efectivamente en un mercado secundario, tanto si dicho mercado secundario es de carácter oficial como si no lo es. *El apartado b)* se refiere, por su parte, a modalidades determinadas y concretas (en mi opinión *numerus clausus*) que el texto reformado identifica con los contratos financieros a plazo (donde caben las operaciones bursátiles de ese nombre y los nuevos futuros, incluyendo, por tanto, esos y otros negocios que han de ser de naturaleza idéntica y no sólo semejante) así como también las *opciones* y los contratos de permuta financiera (*Swaps* y análogos); pero puntualizando en los tres casos que, cualquiera de ellos tan sólo o únicamente serán tenidos como los instrumentos en cuestión, *siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma de su liquidación* (es decir, ya se salden “por diferencias” o con entrega efectiva) *y aunque no sean objeto de negociación* en un mercado secundario (por si acaso vuelve aclararse *oficial o no*). Por último, *el apartado c)* abarca otros contratos u

operaciones no contemplados en los dos supuestos anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no (y, hasta aquí, la categoría sólo recoge residuos), añadiendo sin embargo *aunque su subyacente sea no financiero*, cosa que amplía el espectro a todos los *derivados* de bienes fungibles, tal como nos aclara (esta vez por vía de ejemplo o simple *numerus apertus*) el propio apartado ahora comentado con referencia de entrada a las *materias primas* (entiéndese, petróleo, oro, plata, zinc, aluminio u otros metales, preciosos o no, si quisiéramos completar por nuestra parte esa misma redacción circunstanciada de la norma) y que más razonablemente se predica también después en ese mismo texto, sin que dicha solución positiva parezca no obstante evidente, respecto de los productos derivados de “mercancías” o *commodities*.

No parece obvia esta ampliación, en la medida que sólo alcanza al producto derivado pero no al subyacente; y no lo es tampoco aunque en su siguiente párrafo el texto antes mencionado extienda a semejantes instrumentos el régimen de los valores negociables, *con las adaptaciones precisas*. Lo que sucede es que tales “retoques” pueden llevarnos a tener que aplicar a unos y otros objetos reglas basadas en lógicas algo distintas (por ejemplo, el ahora llamado “abuso de mercado” tanto en las Bolsas de mercancías como en las de metales, depende más del *bargaining power*, o capacidad —no sólo económica— para organizar *corners*, *squeezes* o acaparamientos que de la existencia de desigualdades informativas o la manipulación directa de los precios). Y desde luego esas dudas serían muchísimo mayores en cuanto al poder de los referidos instrumentos financieros como criterio delimitador de la disciplina legal que nos ocupa, por cuanto su aptitud identificadora resulta más que defectuosa y falla también en otro triple aspecto de significación inversa que no es ocioso recordar, a saber:

i) Falta esa aptitud delimitadora primero por defecto, ya que lo que ahora viene a ponerse bajo la vigilancia de la CNMV es un territorio amplísimo, ni siquiera contemplado por la Directiva de Servicios de Inversión (que prescinde claramente de la *commodities*) y además en parte ya extinto entre nosotros (han desaparecido, por ejemplo, en España los derivados sobre cítricos, aunque este-mos “fabricando” ahora con igual falta de éxito nuevos mercados para derivados del aceite de oliva).

ii) Falla también el poder delimitador referido por exceso porque, en segundo lugar, resulta que algunas de las modalidades presuntamente nuevas que deberían ayudar a disciplinar la noción de “instrumento financiero” se toman en consideración de forma redundante, tal como sucede, *v.g.*, con las opciones negociadas dentro de un mercado de productos derivados, consiguientemente instrumentos cubiertos tanto por el apartado a) de la nueva regulación (porque efectivamente se negocian en el mercado de futuros y opciones), como

susceptibles de incluirse en su apartado b) porque son primeros de todo una opción, y encuadrables, por fin, dentro del apartado c) al ser susceptibles, además, de negociación tales opciones en mercados secundarios (cosa que certifica sin asomo de discusión posible el hecho de que efectivamente están comprándose y vendiéndose *de facto* en uno de ellos).

iii) Falta la delimitación, a la postre, porque, ninguna de las tres modalidades de los nuevos instrumentos es capaz en cambio de dar suficiente cabida a otros productos (bancarios o mixtos) que en algunos países de Europa se ha estado colocando de manera irregular (*v.g.*, como participaciones de fondos de inversión); pues más allá de la gestión colectiva que el banco creador del sedicente fondo proporcione al dinero recaudado, la operación se limita a la captación de recursos reembolsables del público, como sería un depósito bancario cualquiera.

En todos estos y otros casos no ya fronterizos, sino todavía más cercanos a la figura antes mencionada del fraude de Ley, la única manera de evitar la huida de la norma es devolver directamente esos fenómenos a la vigilancia del Banco de España (cuando se trate de productos bancarios) o reconducirla alternativamente a la disciplina de la CNMV como valor negociable (que no como participación en un Fondo de Inversión, en el ejemplo antes recordado) no obstante, la asignación por vía privada de un *momen iuris* y un régimen jurídico distinto que, como veremos a continuación, los particulares no siempre pueden atribuir a los nuevos productos que inventan si contradice el que corresponde por la verdadera naturaleza del producto.

## XI. FIGURAS ATÍPICAS: LA LIBERTAD DE EMISIÓN Y SUS LÍMITES

Dicho todo lo anterior, es más fácil comprender que tanto las autoridades de supervisión como los propios operadores económicos se enfrentan siempre a no pocas dificultades a la hora de aplicar la disciplina positiva a las nuevas realidades que va alumbrando la vida del tráfico. Quizás por eso se pensó al reformar la LMV que, añadiendo a los valores tradicionales la nueva categoría de los instrumentos financieros, nuestro Derecho, como el de tantos otros países europeos, podría abarcar más fácilmente los sofisticados productos que la llamada “ingeniería financiera” intentaba multiplicar cada día. Pero, tal como dejamos adelantado desde el primer momento la redacción original de nuestra LMV tampoco fue ajena a ese propósito de abrir sus normas a las combinaciones del porvenir; y por esa razón la Ley española parte del principio y se articula en torno a la idea de libertad de emisión. Asunto que plantea más de una pregunta complicada, empezando por la de si la autonomía privada puede construir nuevos valores en base a la voluntad unilateral del emitente.

Esta pregunta tiene viejas raíces y se formuló históricamente respecto de los derechos revestidos de representación cartular (es decir, incorporados a un

título) y para ser más preciso respecto de los denominados “de fe pública”, también llamados de naturaleza “cualificada”, esto es, para los títulos a la orden y al portador. En cambio solía reconocerse generalmente que respecto de los nominativos o directos el emisor goza de un mayor espacio para construir modalidades atípicas. Quizás por este último dato el sistema USA y los autores norteamericanos, que en lo que estaban pensando normalmente al plantear el tema es en la figura que llama su *Uniform Commercial Code* de forma explícita *investment securities*, han sido y son tradicionalmente más favorables a la libertad para crear valores nuevos, aunque naturalmente tal orientación posibilista no ha logrado conjurar la existencia de los habituales casos dudosos: se discute, v.g., si la parte de “interés” que distingue la condición de socio en la llamada *Limited Liability Company* es efectivamente *security* o no, cuestión como veremos con respuesta negativa más clara entre nosotros (GARRISON y KNOEFLE, “Limited Liability Company Interest: a Proposed Framework for Análisis”, 33, *American Business Law Journal*, pp. 577 y ss.) Distinta es la posición del Derecho alemán y de toda la doctrina propia o ajena que acusa esa influencia germánica, la cual se han decantado más bien hacia un principio contrario de *numerus clausus* por la significación otorgada a los referidos documentos cualificados (a la orden y al portador) a la hora de construir la teoría general del título-valor (Para todo el planteamiento, más ampliamente, EIZAGUIRRE, *Derecho de los Títulos Valores*, Madrid, 2003, pp. 51 y ss. y antes en el Capítulo I la descripción de los sistemas monistas y antiunitarios.)

La cuestión de que hablamos tiene una dimensión institucional muy relevante porque la innovación en el mundo del Derecho (y más cuando esa innovación es jurídico-financiera) siempre acaba tropezando, le guste o no a los operadores, con las normas de *ius cogens*. Esto suele ser así casi sin excepción alguna, aunque la dogmática del título-valor venga recibiendo últimamente envites muy importantes en casi todos sus frentes e incluso años atrás ya fueran muchos quienes pensaban que a la postre la determinación de si un documento es o no un verdadero título-valor depende en los casos dudosos mucho menos de la norma jurídica que del sentir o *communis opinio* de los operadores económicos y más objetivamente del comportamiento real de esos documentos en el tráfico; por cierto, tal como había sucedido cabalmente en otro tiempo, cuando se configuraron como prototipo de aquellos documentos de fe pública la letra de cambio y los títulos al portador, aunque éstos con algunas excepciones. Y, por eso también, si al final quien determina la calificación legal es la vida misma, claro es que más que responder sí o no a la pregunta de si pueden “inventarse” nuevas modalidades de instrumentos que además de calificarse económicamente de financieros merezcan también jurídicamente el nombre de auténtico título-valor, lo que ahora procede es intentar precisar cuáles son las exigencias irrenunciables de tutela que marcan las barreras a la autonomía de la voluntad a la hora de crear valores nuevos, recordando que las nociones jurídi-

cas son conceptos teleológicamente ordenados en función de determinadas necesidades de protección.

En este sentido y, empezando por los documentos al *portador*, no se advierten especiales dificultades para el nacimiento de modalidades distintas de las hasta ahora conocidas —aunque su inexistencia práctica hace dudar de que sean necesarias— si exceptuamos una concreta modalidad de tales documentos que se refiere a los títulos-valores con función de pago y, más precisamente en la medida en que puedan llegar a competir con el papel moneda (cosa que no sucede con los cheques al portador denominados en cualquier divisa). Pero, como entonces se ve, la necesidad de protección (y la barrera para su emisión) se relaciona menos con la excepcionalidad de su régimen de transmisión que con la necesidad de preservar el monopolio estatal, (y en la UE supranacional) de acuñar moneda y emitir dinero de curso legal. Pero es verdad que en otros casos, como vamos a ver enseguida respecto de los títulos a la orden, ese régimen privilegiado de transmisión cobra superior relevancia.

Por eso, las referidas barreras de *ius cogens* son mayores si el valor pretende representarse por medio de títulos que cuando su soporte son anotaciones contables o simplemente se refiere a derechos (recuérdese de contenido no personalísimo y naturaleza patrimonial) que, de tener algún reflejo documental, el que procuran es más bien de significado probatorio o como mucho facilitador del interés de una y otra parte (acreedor y deudor) a la hora de exigir o absolver la prestación jurídica a la que dicho soporte se refiere, como sucede, en general, con los documentos de legitimación y títulos impropios (ARROYO MARTÍNEZ, “Reflexiones en torno a los valores impropios y documentos de legitimación”, *Homenaje a Verdera*, cit., pp. 149 y ss.) Aclarado esto, conviene no olvidar además que existen otras normas de *ius cogens* que luego se mencionarán; pero es verdad que las más próximas se relacionan precisamente con la aptitud del soporte (título, anotación, o simple quirógrafo) para asegurar o no la adquisición de derechos *a non domino* y por tanto también la posible atribución al documento de un régimen excepcional de transmisión. Así pues la libertad para dar nacimiento a valores nuevos opera en proporción inversa a la excepcionalidad de ese régimen y será tanto mayor cuanto menores sean las diferencias del mecanismo traslativo respecto del sistema general de cesión de créditos. Con estas ideas muy claras en la cabeza podemos descender ya más cómodamente desde la cúspide de las grandes construcciones a las planicies de las normas positivas, que es donde aquellas nociones abstractas encuentran su mejor banco de pruebas. En esa línea parece posible comenzar anticipando, aunque personalmente no comparto dicha orientación al cien por cien, que es más fácil aceptar la posición extrema que predica la libertad de los operadores para dar nacimiento a nuevas modalidades de títulos (que, si luego se demuestran tales, el legislador procede a confirmar) que no la posición contraria, favorable

a un estricto *numerus clausus* que acabará por convertir a los documentos de esa clase en reserva singularísima de una extraña biosfera jurídica.

Esta concepción purista, que se mueve entre el principio formalista más arcaico y la moderna “ecología” institucional recuperada, viene desmentida por la experiencia empírica, pues fue el tráfico mismo —y no las normas jurídicas (que naturalmente perfilaron luego más cuidadosamente su régimen)— quien dio nacimiento a la letra de cambio y otros instrumentos negociables. Esa fuerza generatriz no se ha agotado; pues no tantos años atrás y para referirnos exclusivamente a ejemplos tomados de la práctica española, es lo cierto que con más o menos controversias, de modo parecido al que acabamos de recordar, y bajo similar estructura técnico-jurídica, esos documentos de libramiento singular y contruidos a la postre como una delegación de deuda se convirtieron en mecanismos de inversión para captar fondos de los ahorradores, funcionando además como objetos fungibles de un mercado público: unas veces por poco tiempo (letras de cambio negociadas en la Bolsa española en la década de los setenta) y otros definitivamente como sucede con los llamados “pagarés de empresa”, convertidos hace años en la específica versión española del *commercial paper*. Cabalmente la norma del reglamento de emisiones que no considera rota su unidad por variación de características secundarias de la emisión encuentra en los pagarés un buen ejemplo: suelen colocarse éstos dentro de “programas” delimitados por su *importe total* (en cuyo caso una vez cubierto el expresado tope ya no es posible continuar emitiendo) o por referencia al llamado *saldo vivo* (en cuyo caso a medida que se amortizan unos valores el saldo se renueva pudiendo emitirse otros al *revolving*); pero la posibilidad de que dentro de un mismo programa se acepten valores nominales o plazos de vida diferentes no rompe por sí sola la posibilidad de tratar ese programa como una misma emisión. (Vid. sobre esos pagarés, PEINADO GRACIA, *El pagaré de empresa*, Madrid, 1995, revisando toda nuestra literatura sobre el tema y sobre los llamados del Tesoro, JIMÉNEZ SÁNCHEZ, “La experiencia de los pagarés”, *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Madrid, 1987, pp. 35 y ss.)

Algo similar (creación de nuevos instrumentos por el tráfico) había sucedido previamente con los llamados *certificados de depósito* emitidos a la orden y, con idéntico resultado y aun mayor fortuna, pasó exactamente lo mismo con las participaciones de los Fondos de Inversión Mobiliaria que la doctrina más autorizada pudo “reconstruir” de forma convincente, aplicando precisamente a los “certificados” que incorporan esos derechos a participar de los frutos de una nueva comunidad de bienes, la teoría de los títulos-valores; hasta tal punto se llevó esa equivalencia “funcional” de la comparación que algún autor llegó a poner en duda la posible circulación de esa participación o cuota del patrimonio común de un Fondo mientras siguiera funcionando como simple crédito, es decir, si no llegaba a documentarse efectivamente en el correspondiente certificado (Justino DUQUE, “Participaciones y certificados en los Fondos de In-

versión Mobiliaria” en la obra colectiva *Coloquio sobre el régimen jurídico de los Fondos de Inversión Mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 322 y ss., en especial pp. 372-376; y para el otro ejemplo, con diferentes orientaciones, RODRÍGUEZ ARTIGAS, “Notas para el estudio de los certificados de depósito”, *Homenaje a Polo*, Madrid, 1981, pp. 944 y ss., FERNÁNDEZ FLORES, *Certificados de depósito*, Barcelona, 1973 y CREMADES BAYÓN, *Certificados de depósito en las imposiciones a plazo*, Murcia, 1979).

Frente a esta aproximación posibilista, el mayor escollo que ofrecen *directamente* nuestros textos positivos frente al intento de los particulares de convertir en títulos —y aún menos drásticamente en simples valores sin *cartula*— las cuotas de participación de un patrimonio separado (se personifique o no) lo constituye precisamente el artículo 5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, cuyas participaciones —consideradas legalmente de naturaleza indivisible y cuyo contenido de derechos resulta perfectamente equiparable al que confieren las acciones de una sociedad anónima— resulta según dictado expreso de esa Ley que “no tendrán el carácter de valores, no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones”. Prohibición tan rotunda sugiere no obstante que, a falta de norma semejante en otros campos, la libertad para crear valores nuevos (con o sin soporte cartular) no está vedada en nuestro ordenamiento; y de modo más claro parece ciertamente que no lo estará cuando se trata de derechos de participación social o de naturaleza asimilable, entendidos ahora como prototipo principal de los instrumentos de inversión. Es manifiesto que en el caso de las participaciones de una sociedad limitada el legislador prefiere claramente que no sean títulos ni tampoco valores meramente anotados, seguramente por su vinculación con prestaciones accesorias y su peculiar régimen de transmisión *inter vivos* y *mortis causa*, aspectos ambos que le restan la uniformidad requerida para su regular funcionamiento como objetos fungibles en un mercado público.

¿Cuál es entonces la barrera tomada en cuenta por los defensores de una lista cerrada de títulos-valores? Lo apuntado hasta ahora sobre las razones de nuestro legislador (la condición no sustituible de la prestación) nos da sólo una pista indiciaria sobre el fundamento del criterio prohibitivo; pero, como ha recordado nuestra doctrina a partir de GARRIGUES, la verdad es que ese límite tiene que ver principalmente con otro dato más y, en particular, con la eficacia *erga omnes* de la posición jurídica que alcanza el adquirente de buena fe de tales documentos al portador o a la orden; cosa que primero por parte de los tratadistas alemanes, y después por sus epígonos foráneos, ha llevado a más de uno a asimilar el estatuto de los títulos-valores con el de los derechos reales propiamente dichos, en una orientación que parece compartir la STS de 27 de diciembre de 1985 (Cfr. EIZAGUIRRE, “Las imposiciones a plazo como objeto de garantía pignoratícia. Una contribución a la dogmática de los títulos-valores”, 25, *RDBB*, 1987, pp. 179 y ss.) y, en el caso de valores a la orden o al

portador la RDGRN de 17 de septiembre de 1996 que también recuerda la doctrina (DE CARLOS BERTÁN, *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, 1998, pp. 192 y ss.) Sin embargo, más allá del hecho de que ninguna norma expresa prohíbe al emitente renunciar a las excepciones que de otro modo puedan asistirle frente al tenedor del documento, los autores más atentos a este asunto dudan fundadamente de que incluso los derechos reales propiamente dichos sean efectivamente un conjunto cerrado o *numerus clausus* (DÍEZ-PICAZO, “Autonomía privada y derechos reales”, *Homenaje a Roca Sastre*, II, Madrid, 1976, p. 306). Si volvemos a la clave explicativa que proporciona el criterio tantas veces repetido de la llamada necesidad de protección, esas posibles exigencias tuitivas se advierten en su caso en el subconjunto que agrupa los derechos reales de garantía; pero adviértase que sucede así en mayor grado por ser derechos de garantía que por ser derechos reales. De manera que la clave no radica en que sean oponibles *erga omnes* sino que disfrutaran de preferencia para el cobro de la obligación garantizada y se sitúan por delante de otros acreedores en caso de concurso. He ahí otras dos nuevas fronteras de *ius cogens*: el sistema de prelación de créditos y el régimen concursal. Pero, como nada de esto afecta a los derechos reales de goce, si a alguien se le ocurre inventar una modalidad de disfrute diferente de la institución del usufructo (hay quien ha propuesto como solución alternativa en nuestro campo la figura del comodato de acciones), no acierto a ver por qué razón habrá de prohibírsele utilizarla (otras consideraciones en parecida línea la ofrece el trabajo de PEINADO GRACIA, “¿Títulos de crédito atípicos”, 59, *RDBB*, 1995, pp. 617 y ss.)

Por cierto esta aproximación al tema, que en mi opinión es la más correcta, ha dejado sentir su influjo en el ámbito del régimen aplicable a los valores negociables tanto al revés como al derecho. Al derecho porque han intentado configurarse sin demasiado éxito garantías reales, especialmente sobre bienes de equipo, pero en documento privado y sin certidumbre de fechas; al revés porque la prenda de acciones y participaciones sociales, que hace tiempo constituye la garantía mobiliaria por antonomasia, se ha visto alterada como consecuencia de la desmaterialización de las acciones que cotizan. Por ese lado es por donde se descubre más fácilmente que soluciones institucionales buenas para una cosa pueden resultar perturbadoras en planos distintos. El régimen de transmisión de las anotaciones en cuenta es una solución eficacísima para asegurar la ágil liquidación y compensación de los miles de operaciones que se contratan cada día en los mercados secundarios y que, de otro modo, se habrían colapsado por necesidad de manipular (materialmente) y transmitir (jurídicamente) ciertas cosas muebles (ésa era la condición legal de los valores negociables) que además circulaban a *non domino*. Son esos asuntos los que marcan la última frontera o régimen de *ius cogens* como barrera indisponible por simple voluntad del emitente; de suerte que cuando tales instrumentos se adquirían en un mercado

público quien compraba esas “cosas” según las reglas del mercado correspondiente no sólo era preferido frente a otra adquisición anterior no elevada a escritura (doble venta) sino que alcanzaba además y en todo caso una posición jurídicamente *irrevindicable*, salvo en los supuestos de interdicción de pago y prohibición de negociar los valores perdidos, robados o bien de aquellos los que su dueño fuera desposeído de otro modo ilegítimo, que suplementariamente debían ser amortizados mediante unos procedimientos especialmente garantistas para que renaciera la acción reivindicatoria.

Pero, cuando el valor se desmaterializa, al proceder a “anotarlo”, deja de ser cosa mueble y retorna al mundo invisible de los derechos de crédito que, como bienes incorporeales, ya no resultan perceptibles por los sentidos al perder lo que llaman los alemanes la *Sichtbarmachung*. Por eso es más complicado articular su pignoración, aunque en la práctica esté sucediendo exactamente lo contrario; y, por eso también, cambia de signo la construcción jurídica de la irrevindicabilidad que hay que procurar en su caso por equivalencia y con técnica registral, confiriendo al adquirente de buena fe conforme a registro de anotaciones la titularidad del instrumento desmaterializado, aunque el cedente no fuera su dueño salvo que la insuficiencia o defecto de la escritura de anotación logre demostrarse, obligando entonces a rectificar la inscripción registral, cosa que sucederá aún más raramente cuando dicha “anotación” del derecho deba ceder su primacía por transcurso del tiempo, en base a una extraña usucapción *contra tabulas* difícil de imaginar en el ámbito de los valores negociables porque exigiría la posesión efectiva de un documento exorbitante previo (verdadero título) que incorporase el mismo valor incorrectamente anotado o carente de anotación. Piénsese, no obstante, en el caso práctico que imagina RECALDE de que, entregado un título para su destrucción a las Entidades de llevanza del nuevo registro contable de Anotaciones, luego se descubre que circuló en lugar de ser efectivamente amortizado (“La desmaterialización de los valores privados en España. El sistema de anotaciones en cuenta”, *Homenaje a Broseta*, Valencia, 1995, p. 3111, nota 46).

Está de más añadir que como la necesidad de protección que movió a desmaterializar esos valores no fue precisamente facilitar su traspaso privado, sino hacer más fácil su compensación y liquidación multilateral en un mercado público, estos aspectos singulares no siempre reciben la debida atención en el plano de las normas que regulan la desincorporación, contando con el hecho estadístico bien demostrado de que los valores son parte de un *género*, que además no suele ser excesivamente limitado, que nunca es objeto de amortización masiva y por tanto hacen posible casi siempre procurar al dueño ilegalmente desposeído otro instrumento equivalente. Si se nos permite decirlo de forma bien expresiva y simple, no es tan extraño entonces que los *problemas jurídicos* intenten resolverse en ese ámbito con *remedios puramente técnicos*, lo que al final puede no ser posible o no resultar inocuo. Es verdad que normal-

mente hay pocas situaciones prácticamente insolubles. Pero de vez en cuando acaece alguna inconsistencia más grave: en la quiebra de una casa de valores que tenga instrumentos “anotados” de sus clientes, los indebidamente ocupados podrán separarse *ex iure domini* como bienes de titularidad ajena; pero, cuando uno de esos clientes se encuentre con que su valor no existe o está puesto a nombre de otro, sólo resta al defraudado insinuar un crédito dinerario por la indemnización que corresponda con sujeción a la ley del dividendo, si los instrumentos “anotados” no logran recuperarse o si no se consigue demostrar mediante otro mecanismo dotado de oponibilidad frente a terceros (v.g., escritura pública de compra) esa titularidad indebidamente omitida o defectuosamente asignada. En algún caso sonado, al que ha tenido que hacer frente el Fondo de Garantía de Inversiones, más de uno de esos valores confundidos en las llamadas “*cuentas omnibus*” ha podido rescatarse luego (caso Gescartera). Pero ahora lo dicho es suficiente para entender las barreras jurídicas a la libertad de emisión que era preciso recordar.

Afortunadamente más allá de los valores que cotizan en Bolsa y en algún otro mercado que ha sustituido el título como forma de representación, lo que se “anota” hoy en otros espacios son mayormente contratos (como los futuros y opciones) y es entonces el propio mercado bursátil, en el primer caso, o el de derivados, en el segundo, el que gestiona los conflictos, aminorando la aparición de los problemas estudiados. Pero era necesario recordar las bases del sistema, sin olvidar que junto al mecanismo de transmisión cartular y el propio de los instrumentos anotados nuestro Derecho cuenta todavía con un régimen común de cesión ordinaria que deberá respetarse también para dar nacimiento a nuevos instrumentos que no se acojan a aquellas otras dos formas de representación. Dicho lo anterior, es posible concluir ya que la libertad de emitir valores existe y no está prohibido dar nacimiento a modalidades nuevas radicalmente ignoradas por el ordenamiento. No será fácil la aparición de especímenes auténticamente originales, porque lo más frecuente es tratar de combinar o modificar parcialmente el régimen de los que ya se conocen. El artículo 283 de la Ley de Sociedades Anónimas, permitiendo instrumentos que creen o reconozcan una deuda —pero distintos de las obligaciones— confirma también ese principio de libertad, pero no autoriza sin embargo la anarquía; porque tanto la radical innovación como la modificación parcial de valores previamente conocidos han de hacerse dentro del marco de las referidas normas de *ius cogens* y respetando de modo suficiente la estructura del *tipo* (FERNÁNDEZ DEL POZO, “La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos”, 605, *RCDI*, 12991, p. 1853). Nuestro Derecho lo recuerda así de forma explícita en el artículo 19 del Reglamento de Emisiones al decir que “Cuando se trate de ofertas públicas que tengan por objeto valores a los que no *sea de aplicación un régimen legal típico* definido o impliquen, *cuando ello sea posible*, variaciones

sobre el régimen típico previsto en las disposiciones legales aplicables, el folleto deberá recoger la siguiente información adicional:

a) Definición del régimen jurídico de los valores, con *especificación* [no basta, pues, para satisfacer semejante exigencia de *disclosure* limitarse a enunciar simples generalidades] de los *procedimientos* [porque si hay nuevos mecanismos operativos que permitan conseguir efectos jurídicos equivalentes a los de las modalidades típicas, también se aceptan] *que garanticen la certeza y efectividad de los derechos del primer titular y de los siguientes* [no se olvide que en los que se incorporan a verdaderos títulos la posición jurídica de estos últimos ha de ser mejor —*autonomía*— que la del cedente].

b) Justificación razonada [tampoco basta aquí la alegación no demostrada] de que la emisión de tales valores, su régimen jurídico o la garantía que incorporan [cuando se representa por medio de títulos] *no se oponen a normas imperativas*", es decir, a cada una de las barreras de *ius cogens* que hemos venido recordando hasta el momento.

## XII. LA APLICACIÓN DE LAS REGLAS AL SUPUESTO ESPECIAL DE LAS OPCIONES

Todo lo dicho anteriormente es lo que había que tener claro antes de embarcarse en una crítica fácil del diseño reglamentario ya mencionado que asocia el sistema de doble lista (positiva y negativa) con una cláusula general de cierre. Porque, cuando ese mecanismo se proyecta desde la función delimitadora del campo de aplicación de la disciplina especial de los Mercados de Valores a los territorios de la práctica, se descubre que esas críticas de candidez o intrascendencia de la fórmula diseñada por el Reglamento peca de injusta. Así es, porque —dicho coloquialmente— sólo ha tomado “de la misa la mitad”; pues ese Reglamento no se limita a decirnos —supuesto lo que es un valor (lista positiva) y lo que no lo es (lista negativa)— de qué modo sabremos luego que otras modalidades pueden serlo (cláusula general), sino que además de señalar la *regla aplicable* aborda los sucesivos *ejercicios de aplicación* y lo hace precisamente donde más duele, es decir, en el tema de la atipicidad. Ejercicio que ni siquiera termina en el mencionado recuerdo, asimismo general, del respeto a las normas de *ius cogens*, sino que prosigue en sucesivos grados de concreción, desarrollados por el mismo Reglamento de Emisiones, que igualmente se refiere al asunto en esa misma pieza central de la normativa que es el artículo 19 ahora recordado.

Volver sobre los sucesivos párrafos de su texto, para anclar lo general en lo concreto, no sólo es un ejercicio metodológico excelente para comprender la *techné* de los juristas y en particular aquella que los alemanes han bautizado con

el nombre de *Rechtstheoretischeprezisierung*. Gracias a ese texto reglamentario, y al tratamiento que el mismo depara a ciertos instrumentos atípicos, podemos retornar nuevamente ahora al *plano delimitador del campo de aplicación de las normas* para resolver de una vez por todas la posición que nuestro Derecho del Mercado de Valores otorgaba a la figura de las *opciones*, antes de que la reforma de 1998 se empeñase (con pretensiones aclaratorias mal resueltas según ya quedó anticipado) en llevar al *corpus* de la LMV lo que ésta quiso dejar a normas de desarrollo, donde ese problema, por cierto, había quedado además suficientemente articulado. Debe entenderse efectivamente así porque el Decreto de Emisiones dicta al respecto sendas soluciones inequívocas para dos modalidades concretas de esas opciones y también, por exclusión, nos aclara el régimen de la tercera y última, no mencionada en ninguno de sus preceptos.

¿Cuáles son esas reglas y qué significa la exclusión? La regla de partida se contiene en el número 2 del artículo primero y pasa por reconocer que existe una clase de opciones, las cuales podemos calificar para entendernos como *normalizadas*, que son precisamente las que diseñan los llamados mercados de productos derivados a fin de poner a disposición de los interesados instrumentos ágiles de especulación y cobertura (puesto que son “apuestas” —al alza a la baja o por ambos lados— sobre la evolución futura del precio de otro instrumento llamado “subyacente”); opciones en fin que —advíertase bien— no van a ser tratadas como valores pues, como queda dicho, se miran más bien como contratos estandarizados y cuya disciplina se remite *in totum* a la regulación de los mercados correspondientes.

Hay sin embargo una segunda *clase de opciones*, algo distinta de la anterior —aunque en el plano técnico-jurídico no lo sea estructuralmente— que sin dejar de traer su origen de los contratos que articulan su diseño se *emiten* como otro valor cualquiera, se colocan como ellos entre el público a través del llamado “mercado primario”, se *incorporan* incluso a un instrumento circulante, y hasta eventualmente, una vez convertidos en *títulos* (para más señas de contenido fungible), pueden comprarse y venderse objetivamente por simples variables de precio y cantidad en un mercado secundario distinto del mercado de productos derivados, tal como efectivamente ha sucedido también entre nosotros, donde esas opciones han sido el segmento más dinámico del comercio bursátil tras desencadenarse la crisis del año 2000 que aún no hemos conjurado completamente. Estamos hablando, en definitiva, de los famosos *warrants* que el artículo 19 del Reglamento compara con las obligaciones convertibles (porque como ellas dan “opción a adquirir otros valores”) y a cuyo régimen se remite cuando el subyacente de la opción son precisamente nuevos valores todavía por emitir. (Otras indicaciones en GARCÍA PITA, “Breves consideraciones sobre la problemática jurídica de los *warrants* y las opciones sobre valores negociables”, 2519, *La Ley*, pp. 1 y 35.) Fuera de este caso, que es un derecho de suscripción o de preferencia para adquirir una cosa futura, el número 2 del referido artícu-

lo 19 impone también para los *warrants* una disciplina de *ius cogens* particularmente tuitiva del inversor ordinario en razón no sólo de aquella colocación en régimen de oferta al público, sino también, pensando en el tráfico bursátil en masa que pueden generar posteriormente (para que se vea mejor ahora hasta qué punto las necesidades de protección de uno y otro mercado no siempre son tan distintas como algunos autores quieren hacernos ver). ¿Cuál es, por tanto, esa disciplina imperativa y las concretas barreras de *ius cogens* que además de las generales anteriormente mencionadas o implícitas rigen en este caso concreto para los *warrants*? (No se olvide entre los implícitos que los antiguos accionistas deberán ser preferidos a la hora de colocarlos a menos que el interés social determine la exclusión de su derecho de suscripción como exigió la CNMV el 25 de mayo de 1998 en la verificación de la emisión de semejantes instrumentos por Algodonera San Antonio).

a) La principal ya queda dicha, pues se cifra en la remisión al régimen de las obligaciones “convertibles” cuando el subyacente del *warrant* está por emitir, lo que demuestra el favor que nuestro legislador otorga a la modalidad conocida a la anglosajona con el nombre de *warrants* “cubiertos” o *covered warrants*; idea que inclusive precisa antes y todavía en mayor grado el propio número 2 del repetido artículo 19, al puntualizar que no basta con identificar con claridad los valores a que tales instrumentos dan derecho sino que es preciso acreditar “*su titularidad o disponibilidad*” (es decir, la una o la otra pues ambas cosas son posibles) por parte de quien emite los *warrants*.

b) Pero aun hay más: la referida disponibilidad del subyacente excede de una pura condición *de facto* y se configura como un auténtico requisito *de iure*, porque a tenor del Reglamento si quien emite el *warrant* es también “*el mismo [emisor] que el de los valores objeto de ella [es decir, de la opción] y éstos [valores] consistieran en acciones ya emitidas* deberá señalarse *expresamente* que el importe máximo de las acciones afectadas al eventual ejercicio *no excede del límite legal de autocartera* del emisor”. Y, por fin;

c) Ambas exigencias (cobertura y disponibilidad *de iure*) se acentúan cuando quien emite el *warrant* es entidad distinta de la emisora del subyacente, pues entonces sobre requerir nuestro Derecho, como en los restantes casos mencionados, garantía suficiente de *inmovilización* del subyacente para asegurar el ejercicio de la opción, parece que el legislador no ve con buenos ojos (nuevo límite a la libertad de creación de valores por simple voluntad del emitente) que al hecho de poseer o tener la titularidad de valores de otra sociedad permita a su tenedor convertirlos sin más y a su gusto en base de una opción a todos los efectos. Razón por la que la norma que comentamos pide se deje constancia al emitirlos de “*la disposición legal o cláusula de los estatutos de la sociedad emisora de los valores objeto de la opción que ampara la emisión de ésta*”.

Cuando la doctrina se pregunta si existe en la sociedad anónima un deber de lealtad que exija el comportamiento de buena fe ordinariamente reconocido en todas las sociedades personalistas, como por lo demás sucede incluso en otras relaciones jurídicas intersubjetivas sin comunidad de fin y con intereses contrapuestos, bien podemos asegurar que la regulación que acaba de transcribirse nos proporciona un ejemplo paradigmático. No es un hallazgo teórico ni una norma casual. Se ha dicho con acierto que “tras de cada regla existe un caso”; y en lo que está pensando el texto reglamentario ahora estudiado (*need of protection*) es en lo que ahora se llama un “socio de referencia” con una tenencia de acciones capaz de desestabilizar la administración de una compañía cotizada que se decide a emitir *warrants* con cargo a su participación significativa sabedor que existen competidores, ansiosos por conseguir el dominio de la sociedad, que pagarán buenos dineros por ese paquete; con lo que logra conseguir una prima que no sólo es la propia de la opción, sino también la que traduce el plusvalor del control, dejando a cargo del adquirente de los *warrants*, si le interesa conseguirlo y resulta imperativa, la presentación de una OPA obligatoria. La competición por quedarse con los *warrants* anticipa así la subasta del control corporativo y deja a la sociedad *target* en una posición de simple convidado de piedra. El caso se produjo efectivamente entre nosotros y adviértase, una vez más, de qué modo la disciplina del mercado primario, que algunos consideran guiado por una necesidad de protección distinta de la que explica la normativa sobre OPAS, encuentran también en la realidad económica más de un territorio compartido que nos está demostrando exactamente lo contrario.

Pero, tal como adelantábamos hace un momento, junto a las opciones normalizadas, y sustraídas al régimen de ese mercado primario (que se representarán mediante anotaciones) y aquellas otras incorporadas a verdaderos títulos (como sucede con los *warrants*), hay todavía una tercera modalidad ajena a uno y otro mecanismo de representación y de transmisión excepcional. Hablamos de opciones contratadas bilateralmente y cuyo eventual traspaso habrá que articular a través del régimen común de cesión de contratos o de créditos. Da igual a estos efectos que se convengan privadamente y se documenten de la misma manera o que se eleven a escritura pública, cosa que también ha sucedido alguna vez entre nosotros. Pero, en cambio, en otros planos distintos, es perfectamente posible modular la aplicación de la Ley del Mercado de Valores en función de las distintas necesidades de protección de los diferentes espacios concernidos por las normas sobre estas opciones. Volvamos al ejemplo anterior, pero supongamos que, a falta de autorización estatutaria o convencional, el accionista de referencia en lugar de emitir *warrants* confiere esas mismas opciones ante notario a quien intenta alcanzar el control de la sociedad afectada por su emisión. La opción que en forma de *warrant* no podía emitirse por falta de la autorización para convertirla en título-valor ahora tampoco podrá ejercitarse sin plantear (para unos antes para otros tras su ejercicio) una OPA en los

términos que correspondan legalmente; pero en ámbitos jurídicos distintos ese régimen ya no será coincidente con el de los *warrants* ni tampoco con el de las opciones normalizadas, porque no estará sujeto a las normas de los mercados de futuros y opciones por no estar estandarizada y podremos desentendernos además de la protección del adquiriente no sólo por carecer de tráfico bursátil (ya que tampoco es un título-valor), sino porque quien voluntariamente prefiere la negociación bilateral a su medida en régimen *over the counter* —y al margen de cualquier mercado público regulado— debe asumir las consecuencias de sus propios actos. Así pues, las opciones no incorporadas a *warrants* circulantes ni “anotadas” tampoco como instrumentos derivados de carácter normalizado, es decir, las que simplemente se convengan interpartes, no están sujetas a la supervisión de la CNMV salvo en lo que toca al régimen de OPAS. Fuera de esto o algún otro territorio en el que la necesidad de protección renazca (v.g., si el reconocimiento de la opción —por su coyuntura o proporciones— sirve para manipular el precio de otras normalizadas con idéntico subyacente) habrá que estar al régimen ordinario; y si un inversor no sofisticado se decide a comprarlas y es engañado por un profesional más listo sólo podrá esgrimir la protección general del ordenamiento, pero en ningún caso la especial de los mercados de valores.

### XIII. NUEVOS CONTRATOS (FINANCIEROS) ATÍPICOS Y LOS DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS

Volvemos así al riesgo de engaño porque, además del que pueden sufrir quienes compren valores y otros instrumentos financieros, por la intrínseca significación que unos y otros comparten en su común condición de *mercancías peligrosas*, ese mismo riesgo puede tener lugar también al convenir otros *contratos atípicos* que Bancos, Gestoras de Fondos y otros operadores especializados acostumbra a vender algunas veces inclusive por “ventanilla”. Para las entidades profesionales que los diseñan ese conjunto de contratos funcionan normalmente como una verdadera operación unitaria guiada por el propósito global de conseguir la recolección de pasivo (con lo que cumple la nota de *homogeneidad* exigida por la LMV para ser aplicada); y, aunque no den lugar a la puesta directa de valores en mercado, toman esos valores o sus derivados (a menudo los productos en cuestión se apoyan en un índice o se sirven de opciones, inclusive “exóticas”) a modo de referencia para delimitar las ganancias y pérdidas de una inversión que beneficiará o perjudicará del mismo modo a todos cuantos ponen su dinero en ella (igual que si el producto estuviera agrupado en emisiones, que es otra, por no decir la principal, nota aplicativa del concepto). Normalmente como la parte de esa operación financiera única que se “coloca” a cada inversor es más de lo mismo, es decir, una fracción del volumen total de financiación programado por la entidad oferente (es normal que la

“oferta” del producto fije plazo para suscribirlo o sólo se mantenga hasta la colocación del total programado), es lógico que esa colocación se acomode a un contenido predispuesto e igual para todos los clientes potenciales en régimen de adhesión. Pero aunque así no fuera, la unidad de una colocación de dinero referenciada a un índice o inclusive a la evolución de una concreta “cesta” de valores, no cambia de naturaleza de un contrato peculiar que, bajo esas u otras formas de articulación, quiere hacerse pasar por una alternativa inversora más entre otras posibles a la hora de proceder a la colocación del ahorro, cuya recolección en algún caso se articula y califica muy expresivamente por ello como “depósito estructurado”, aunque eventualmente (no siempre) serán también valores depreciados los únicos instrumentos que en medida mayor o menor se restituyen al aportante de fondos (ya que sólo se le devuelve dinero, suponiendo que la marcha de la cotización sea favorable y en caso contrario el “ingreso” va menguando y hasta puede llegar a desaparecer generando incluso pérdidas suplementarias).

Dicho tipo de productos, y esa concreta modalidad de “estructuración”, normalmente sólo es posible por el uso de combinaciones de opciones de las que las antiguas Bolsas ya conocieron la bautizada a la alemana como *Stellage* (hoy denominado “cono” o *Straddle*) a las que han ido añadiéndose posteriormente combinaciones distintas (“cuna” o *Strangle*, *Spreads* alcistas o bajistas, “mariposa vendida”, “cóndor vendido”, etc.) En el año 1990 Mark RUBINSTEIN, profesor de Berkeley, dio a la luz un *Working Paper* sobre *Exotic Options*, ejercicio académico que otros decidieron poner en práctica inmediatamente y que en sus distintas modalidades (Bermudas, Asiáticas, Binarias, Cliquet, “con barrera”, *Best of o Worst of*, Quanto, Ladder, Lookback) han generado a su vez y muy rápidamente nuevas familias (v.g., las Opciones Himalaya, con sus variantes Altiplano, Atlas, Everest, etc.) que además de su exotismo pueden igualmente combinarse entre sí (Bermuda con barrera, Cliquet asiático, *best of* asiática con barrera). No se trata ahora de agotar la taxonomía de semejantes “productos” ni de entrar en los entresijos financieros que los distinguen, cosa impropia de un análisis sólo jurídico y además de orientación generalista. Pero, a fin de abordar su tratamiento legal, es necesario añadir que ese exotismo y complejidad son tan altos que, a menos de tener una buena preparación en los secretos de la matemática financiera, ni siquiera es posible formular el *juicio fundado* más elemental que se supone debería hacer quien invierte en ellos, a saber, es casi imposible determinar si el dinero que se paga por lo que se está comprando en el momento de su emisión (Bonos-Bolsa), de su suscripción (Participaciones de un Fondo Garantizado) o de su constitución (Depósito estructurado) está sobre o infravalorado respecto del precio teórico que semejantes productos deberían tener (CRESPO ESPERT, “Productos estructurados en el mercado financiero español”, en la obra colectiva *Mercados, sistemas de compensación y liquidación, supervisión*, Madrid, 2004, p. 249).

Las tres modalidades que acaban de apuntarse son las que han venido practicándose en nuestro ordenamiento. Los bonos-bolsa empezaron a comercializarse entre nosotros pasados los años noventa del siglo pasado (Banesto World de 1991 estaba estructurado con opción Bermudas), los Fondos de Inversión garantizados aparecen entre nosotros a partir de la reforma de la LMV de 1998 que flexibilizó su régimen (el año 2002 el Atlántico Líder FIM ya manejaba opciones asiáticas Himalaya) y a partir de esa misma reforma los bancos españoles comienzan la práctica de los depósitos estructurados. Junto a todos ellos han ido apareciendo luego nuevos productos de fisonomía semejante, determinando que la CNMV tuviera que dictar la Circular 3/2000 sobre *Contratos Financieros Atípicos*. En ella se nos dice quizás en menor medida lo que tales modalidades atípicas son efectivamente como lo que tales productos deberían ser, a saber “contratos no negociados en mercados secundarios organizados por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del capital recibido”. Pero cuando al nombre de bautizo añadimos luego el de confirmación la situación queda sacramentada doblemente, es decir, en principio parece que tales productos no pueden ser considerados como contrarios a Derecho.

En el caso de los llamados “depósitos estructurados”, sin embargo, lo que sucede es que el calificativo contradice el sustantivo. Porque, como muy bien demostró GARRIGUES en su estudio pionero sobre el llamado depósito irregular, que es a lo que más se parece (sin coincidir) el ordinariamente practicado por los bancos si la disponibilidad de esa entrega de fondos reembolsables es “a la vista”, resulta ahora que el diseño técnico (porque también en este caso los problemas jurídicos intentan resolverse “técnicamente”) hace posible asegurar su devolución, a través de la obligación de “encaje” (todavía más fácil de lograr si el depósito es a plazo), es decir, mediante el *coeficiente* de caja que deben mantener líquido los Bancos para hacer frente a la restitución de los fondos “prestados”; restitución que debería tener lugar siempre, salvo en situaciones de quiebra, cosa que no sucede en cambio, al menos en todos los casos, respecto de los depósitos que ahora nos ocupan. Decimos fondos *prestados* porque no conviene olvidar, según establece el artículo 309 del Código de Comercio español y tal como sucede también en la práctica bancaria o territorios asimilados, que, “siempre que, con consentimiento del depositante dispusiere el depositario de las cosas que fueron objeto de depósito [...] cesarán los derechos y obligaciones propios [de ese contrato], y se observarán las reglas y disposiciones aplicables al préstamo mercantil, a la comisión o al contrato que en sustitución del depósito hubieren celebrado [las partes]” (GARRIGUES, “El depósito irregular y su

aplicación al Derecho mercantil”, *RCDI*, 1982, pp. 404 y ss., y luego en *Contratos Bancarios*, 1.ª ed., Madrid, 1958, pp. 376 y ss.) Pero ni siquiera el contrato de préstamo es capaz de explicar las “anomalías” que nutren la verdadera “estructuración” (y con ella la naturaleza jurídica) de algunos de los depósitos de ese mismo nombre que ahora estudiamos. Porque la aplicación de los fondos “prestados” a otras funciones y en concreto a operaciones de comercio más propias del prestatario (en este caso comprando activos financieros, como sucede con la contratación de opciones) no redime al que recibió el dinero en préstamo de tener que devolverlo al prestamista al término de ese contrato o cuando se lo pida; justamente porque ese riesgo de la inversión pesa siempre sobre quien la hace. En nuestro caso la hace el Banco pero a veces el riesgo lo sufre el cliente, quedando aquél como mero “agente” diseñador y dispensador *nomine alieno* de la “cesta”, de las opciones o mecanismo de “indiciación” o de cobertura previsto para *intentar* alcanzar la mayor rentabilidad prometida. Los valores, las opciones o el “índice” en que invierte el Banco el dinero de su cliente son entonces igualmente de ese ahorrador, que no de la entidad de crédito que se limita a administrar la “cartera” resultante. Pero, para tal fin, existía y existe también en el ordenamiento jurídico otra figura distinta como es el llamado *depósito administrado de valores* que igualmente aparece sorteado aquí a través de la “estructura” que se otorga al producto que ahora enjuiciamos, cuya esencia es la entrega de dinero, que no la *datio rei* de títulos o valores como cosa fructífera aunque la Circular mencionada también contempla dicha entrega. En una palabra, que la figura ahora analizada se “estructura” precisamente aprovechando los intersticios o tierra de nadie que deja abierto el catálogo de figuras típicas previsto en el ordenamiento. En realidad la verdadera naturaleza de un depósito estructurado en sentido estricto es la propia de un *contrato mixto* en el que se asocian tres componentes distintos, a saber:

- i) una imposición de dinero destinado a la compra de opciones, lo que niega el depósito por falta de liquidez,
- ii) la venta de un *put* (que a su vez es también una opción de venta) sobre el subyacente que sirve de referencia al pretendido depósito,
- iii) venta del derivado que a su vez se compone de otras posiciones jurídicas de compra y venta de opciones simples o exóticas con el riesgo implícito de pérdida total o parcial del principal invertido.

Por el lado del Banco la colocación de producto semejante no supone riesgo; por el del cliente, el sofisticado diseño referido aumenta el espacio potencial de incurrir en error o de sufrir la consecuencia de actuaciones más graves, caso de verse inducido a contratar bajo dolo pasivo u otra forma de reticencia.

Llegados a este punto la pregunta capital es obvia. ¿Pueden venderse estos productos a los inversores? Lamentablemente la respuesta no es tan simple

como la interrogante planteada y pide como siempre mayores matices, de modo que sería conveniente profundizar más en su naturaleza y taxonomía, cosa en la que nosotros ahora tampoco podemos detenernos en detalle pero que ya ha empezado a explorar nuestra doctrina (Cfr. más ampliamente Emilio DÍAZ RUIZ, “El depósito bancario estructurado”, 89, *RDBB*, 2003, pp. 9 y ss.) En general, sin embargo los autores de orientación economicista tienden a sostener que por supuesto pueden venderse esos productos si partimos de la idea de que en el mercado puede colocarse cualquier cosa con tal de que quien vaya a comprarla conozca sus riesgos. Pues bien, si esos “depósitos estructurados” se colocan entre los llamados inversores sofisticados, y aun cuando el supuesto no esté literalmente previsto en la lista de *exempted securities* que entre nosotros pueden venderse incluso sin necesidad de someter la operación a registro en la CNMV, entendemos que por analogía con los supuestos exonerados total o parcialmente que el Reglamento contempla, efectivamente su colocación es perfectamente lícita. Pero esos textos nos dicen expresamente también que los inversores profesionales, los institucionales y los más sofisticados que adquieran instrumentos que por su pericia para comprender lo que están comprando se benefician de la excepción referida no pueden “recolocarlos” a continuación entre sujetos distintos [letras c) del artículo 6 y a) del artículo 7 del Reglamento de Emisiones]. Luego, si antes o después esos contratos atípicos quieren colocarse entre el público, habrán de extremarse al máximo desde el principio las exigencias de *disclosure* exigibles a diseñadores y comercializadores por la CNMV (Alonso ESPINOSA, “Las excepciones del ámbito de aplicación del RD 291/1992 sobre ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables”, 32, *Derecho de los negocios*, pp. 1 y ss.) Supuesta la filosofía legal que inspira nuestra Ley es muy fuerte decir que tales productos son ilícitos y deberían sustraerse radicalmente de la venta al público; pero es muy fácil entender también que tal prohibición radical de colocarlos a gentes ordinarias sería cualquier cosa menos caprichosa, ya que en este caso el triple fundamento que inspira la filosofía de la *Securities Regulation*, sobre la que también reposa la LMV, difícilmente concurre. De los tres componentes que la doctrina especializada (señaladamente en Estados Unidos) suele requerir para considerar de tráfico libre este tipo de productos, la verdad es que sólo la facilidad de compra (*Access*) tiene lugar. Pero no sucede lo mismo con la capacidad de soportar el riesgo (*Ability to Bear Economic Risk*) ni tampoco con el grado de sofisticación requerido siquiera para intentarlo (*Investment Sophistication*).

No concurre la última desde la propia noción de *transparencia* porque la “estructura” del referido “depósito” es constitutivamente confusa y su propio nombre está hecho para confundir (incluso una advertencia rotunda en el folleto que, como dedo acusador, pusiera en letra roja que “usted *puede perder la inversión*” difícilmente será disuasoria para quien sabe que, sin asumir algún riesgo, lo único que tiene es un dinero amenazado que siempre vale un poco

menos al día siguiente que el anterior). Si esta actitud psicológica, no precisamente codiciosa, es difícil de moderar incluso con información adecuada —porque en algo hay que invertir— todavía hay que mencionar otro factor de *inadecuación* más importante: me refiero a la regla medular a la hora de colocar esos productos *urbi et orbe* y sin distinción de gentes, es decir, la llamada *know your customer rule* o regla de correspondencia entre perfil de riesgo del inversor y la peligrosidad del producto colocado: porque “conocer al cliente” obliga a los intermediarios a recomendar a cada uno en singular sólo aquello que sea conforme a su “capacidad para asumir el riesgo” correspondiente (edad, educación, obligaciones familiares, capacidad económica para encajar quebrantos, etc.). Esta regla, que bajo el nombre inglés de *suitability* es también la principal *norma de conducta* a que quedan sujetos los intermediarios financieros en defensa del cliente, es difícilísima de cumplir en este caso, porque el conflicto de intereses es tremendo cuando, quien tiene que disuadir a los menos preparados de comprar productos semejantes, es precisamente el propio tiempo diseñador y el primer interesado en colocarlos. Lo normal será entonces procurar su colocación masiva aprovechándose de que el producto ha sido debidamente registrado y cuenta con el beneplácito de la CNMV porque para eso tiene el doble sacramento antes expuesto. Pero todavía hay un tercer elemento distorsionador no mencionado y que pone de relieve la clara contradicción valorativa sobre la que reposa la comercialización de estos productos: porque, según sabemos, la venta de opciones normalizadas (siempre menos peligrosas) exige imperativamente entre nosotros aprobación directa del producto por la CNMV, la cual sólo indirectamente o *per relationem* otorga su visto bueno (de hecho no lo otorga, limitándose a decir que el folleto contiene suficiente información al respecto) a aquellas otras opciones (o combinación de las mismas) más arriesgadas que dan cobertura al contrato financiero atípico.

De esta manera el centro de gravedad del sistema va desplazándose insensiblemente desde la protección del inversor a la facilitación de las oportunidades de negocio en favor de las entidades bancarias, de suerte que, en lugar de reforzar la tutela de la parte más débil, beneficia al final los intereses de la industria financiera. Pero ya se ve que no era ésa precisamente la filosofía inspiradora original de una regulación que, de acuerdo con los textos adelantados, nos recuerda que los productos de riesgo, ni siquiera con folleto, pueden recolocarse luego entre quienes originalmente se suponía que no podrían ponderarlo y por esa misma razón se reservaron para una colocación exclusivamente privada entre profesionales peritos. El *legal reasoning* tradicional aporta supletoriamente otras orientaciones inequívocas para entender las reservas con que debe enjuiciarse la colocación de tales productos al buen padre de familia como prototipo del inversor ordinario. En efecto, dado que el problema está en el riesgo de pérdida de la inversión y que el depósito estructurado es un contrato mixto, aplicando la clásica teoría de la *absorción* es fácil llegar a la conclusión

de que el contrato sólo será depósito y podrá colocarse a cualquier persona si el *periculum* sigue gravitando sobre quien recibe los fondos; no puede ser depósito, y sólo podrá colocarse a inversores más sofisticados, cuando ese riesgo se pone a cargo de quienes dejaron su dinero en manos del banco. Así pues procede distinguir los supuestos en los que la devolución del principal está garantizada, aunque no lo esté la rentabilidad, y en cuyo caso el producto puede colocarse libremente y el supuesto en que el cliente más allá de la renta puede perder la inversión. Este segundo caso es el verdaderamente conflictivo. Y, en ese conflicto, ya sabemos de qué lado se orienta la práctica y los textos en clara orientación contrarreformista de la normativa original. No conozco a nadie empeñado en prohibir por prohibir. Pero espero se aceptará cuando menos que no es prejuicio de regulador intransigente prohibir la venta de alimentos contaminados para evitar que la gente se envenene. Tengo dudas de que postulado tan elemental se entienda bien en el mundo financiero y en tal sentido dentro de Estados Unidos se advierten idas y vueltas en el tratamiento de lo que llaman expresivamente allí “provisiones descalificadoras” frente a los denominados “chicos malos” (*Bad Boys*) que Estados Unidos de modo fraudulento las ofertas limitadas; pero esas dudas son menores en el caso de ofertas generales; y, por esa razón, pretender dejar entre nosotros semejante cometido a la corrección *a posteriori* de posibles abusos por vía judicial, es decir, *ad casum*, con coste no asumible por quienes para entonces ya habrán perdido su dinero, y sin que los límites de la *cosa juzgada* permitan la eficacia *ultra partes* de la sentencia, seguramente es mejor que nada. Pero desde luego no es lo mejor de todo y dudo incluso que sea simplemente lo bueno. Como dice nuestro refranero “para semejante viaje sobran tantas alforjas”. Varias sentencias de la Audiencia han sancionado ya el carácter engañoso de estos productos en la manera que vienen colocándose al público ordinario. Entre ellas cabe citar especialmente la de 12 de febrero de 2004 (Audiencia Provincial de Soria y en sentido contrario la de 31 de julio del 2003 de la AP de La Rioja) si bien parece que pleitos semejantes ha llegado también a los Tribunales de Almería, y puede llegar a los de Navarra según informa la prensa del lugar (Diario de 23 de enero de 2003).

En conclusión: hay que dismantelar la idea de que para asumir riesgos basta simplemente querer hacerlo (*volenti non fit injuria*); por el contrario, es necesario tener la capacidad de identificar y entender los riesgos que se asumen; pues de otro modo, la verdadera voluntad falta sin asomo de discusión posible; pues es obvio que nadie puede estar queriendo *realmente* lo que es incapaz de valorar.

#### XIV. ÍNDICES, “CESTAS” Y OTROS SUBROGADOS DE VALORES

Hemos venido hablando de “índices” de “cestas” y aun veremos otras modalidades de “ingeniería” financiera que ponen sobradamente de relieve has-

ta qué punto la aplicación de la racionalidad económica es capaz de objetivar, o, para decirlo más precisamente, de “cosificar”, o convertir en cosas, algunas creaciones del ingenio que substantivamente no son objetos jurídicos y es dudoso incluso si técnicamente pueden llegar a serlo. Pero no cabe duda ninguna de que, más allá de la protección que en más de un caso pueda merecer quien articula su diseño por la vía de las llamadas “propiedades especiales”, es decir, como autor o inventor de esas nuevas “creaciones” patrimoniales, articuladas sin embargo de entrada como obra del “espíritu”, es lo cierto que el decididamente crematístico que suele guiar la inventiva de los operadores económicos se dirige por lo general a convertir semejantes objetos artificiales en soporte o base de sustentación para construir sobre ellos nuevos activos financieros. Parfraseando el cuento de las Bodas de Camacho, también en este caso el artificio “no es milagro, milagro, sino industria, industria”.

Los “índices” bursátiles, de los que el más conocido sigue siendo el *Dow Jones Industrial Average* miden la subida y bajada del precio de los valores que cotizan en la Bolsa —en este caso las norteamericanas— aunque hoy las más importantes del mundo tienen cada una su propio índice, ya sea con ponderación (Dax, CAC, etc.) o sin ella (Nikei). Tales índices se organizaron inicialmente con finalidades preferentemente estadísticas y han girado siempre bajo el nombre de su autor, tal como sucedió también entre nosotros con el de Llovera Poquet. Actualmente los índices distinguen más bien el mercado de referencia o los principales valores que lo nutren, como igualmente se advierte en los principales españoles, ya sea en el primer sentido el llamado Índice General de la Bolsa de Madrid o, en el segundo, el selectivo *Ibex-35*. Pero, sea de ello lo que fuere, lo cierto es que ya hace tiempo que la estadística dio paso a la ingeniería y en ese sentido esos u otros índices (paradigmático es el caso del llamado *Standard & Poors-500*) permiten apostar al alza o a la baja de semejantes magnitudes que sirven entonces como referencia objetivada para fabricar futuros, *warrants* y otros productos derivados. Advértase, sin embargo, que el proceso de conversión del ingenio en mercancía no es absoluto; y que, aun cuando en más de un caso pueda resultar necesaria la licencia del creador para usos ajenos a la estadística, ello no comporta que los nuevos “activos”, ahora considerados, sean bienes reales. Por lo pronto no resultan susceptibles de verdadera posesión (el índice como tal no se transmite tampoco en los negocios que lo toman por objeto) y lo que esa referencia estandarizada permite comprar y vender son al final los diversos productos construidos sobre ella y a los que dicha referencia artificial presta soporte.

La “fabricación” de una *cesta* de valores suele utilizarse, por su parte, para los mismos fines, o bien para configurar los instrumentos “entregables” de un producto derivado (v.g. un *bono notional*) cuando las apuestas de signo contrario que esos derivados permiten (al alza o a la baja) no se liquidan por simples diferencias. Su articulación responde entonces a una lógica idéntica o muy

semejante a la antes mencionada; aunque en este supuesto sí habrá traspaso posesorio del “entregable” que aparece entonces aparentemente como subrogado material de una magnitud abstracta jurídicamente configurada como simple término de referencia contractual para articular una *sponsio*. Pero más allá de esa dimensión de la cesta como instrumento capaz asimismo de permitir la ejecución forzosa de las apuestas convenidas, lo que no hay en semejantes activos es verdadera circulación del contrato normalizado cuyo cumplimiento facilitan; porque los derivados que se negocian en los mercados oficiales no pasan de mano en mano sino que, como veremos, se contrarrestan con otros de signo contrario, cuando no conviene ejecutarlos; y, si no es posible esa operación inversa, la Cámara obliga a “cerrar posiciones” para no incrementar el riesgo.

No sucede lo mismo, sin embargo, cuando en lugar de sustituir “realidades” que no existen de verdad, la creación del subrogado viene a “replicar” efectivamente a otro valor o activo financiero principal que además de tener realidad material suele estar jurídicamente mejor definido que el sucedáneo que intenta reconfirmarlo. Esto es lo que suele acontecer con aquellos documentos (más que verdaderos instrumentos) que con fines legitimatorios del *beneficial owner* emitían ya bastante años atrás quienes mantenían bajo propia posesión (e incluso a veces bajo propia custodia como titulares fiduciarios o *nominees*) otros instrumentos principales que prestan cobertura a la emisión del subrogado. Fenómeno siempre inquietante, porque el hecho de que un único derecho se documente doblemente y pueda ejercitarse (o hasta circular) por dos cauces distintos será siempre una fuente de problemas, salvo que esas dos vías de actuación de su contenido de facultades se mantengan como líneas paralelas que nunca llegarán a encontrarse. La manera de hacerlo es mantener separadas las diferentes relaciones jurídicas que se anudan, por un lado, entre el emisor del instrumento principal y el dueño formal o fiduciario (sin posible intervención del titular final en ese plano) y aquellas otras bien distintas que median, por otro lado, entre ese mismo fiduciario y el dueño real o fiduciante, quien sólo posee materialmente el subrogado. De suerte que cuando este titular final pretenda relacionarse directamente con el emisor del valor-madre tendrá que devolver el subrogado. Empleados tales valores sucedáneos tiempo atrás por los organismos públicos que tenían efectivamente encomendadas las tareas de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles (*Sicovam, Kassenverein*, etc.) extendidos luego a los organismos privados (Cedel 1968, Euroclear 1970) que desempeñaban cometidos semejantes en la ejecución de operaciones transfronterizadas sobre bonos, fueron ampliándose luego a los llamados *custodios globales*, que como comisionistas más o menos peculiares, y no sólo como depositarios, administraban en nombre propio (representación indirecta) los valores extranjeros de su clientela.

La evolución en ese mundo de la custodia global ha sido muy grande en todas partes. En Francia, por ejemplo, tras la Ley de 15 de mayo de 2001 y el Decreto 803/2002, de 3 de marzo, los ciudadanos extranjeros pueden mantener valores domésticos en titularidad directa o servirse de custodios, *trustees* y *nominees*, quienes a su vez podrán votar por cuenta del dueño final o *beneficial owner* en las juntas de las sociedades emisoras si esos agentes de enlace se registran como “intermediario inscrito”. Pero no hay que olvidar que lo que yo mismo he llamado la tentación de la aplicación extraterritorial del propio Derecho, a la vista de la dificultad también adelantada de conseguir objetivo ideal tan ambicioso, llevó finalmente en otros países, y en especial en los Estados Unidos, a preferir que las compañías extranjeras que iban a cotizar en sus mercados lo hicieran precisamente mediante productos subrogados denominados en dólares en lugar de “listar” directamente en sus Bolsas las acciones originales de esas mismas compañías extranjeras denominadas en su moneda de origen, por más que ahora ya se conoce una figura nueva —la *global share*— que cotiza en moneda doméstica Estados Unidos el valor extranjero propiamente dicho sin sustituirlo por otro americano (Mark A. SAUNDERS, “American Depositary Receipts: and Introductions to US Capital Markets for Foreign Companies”, *International Business Lawyer*, 1994, pp. 59 y ss.)

Para ser más precisos las subrogadas en cuestión nacieron, como siempre sucede, por el interés de los inversores o el de sus bancos. Aquellos deseosos de no tomar a su cargo los problemas que supone para gentes inexpertas ejercitar y transmitir los derechos de valores extranjeros que, sin embargo consideraban como inversión lucrativa; éstos dispuestos a aprovechar las oportunidades de negocio que ese interés de sus clientes por los valores foráneos estaba empezando a generar. De los tres puntos de conexión que permiten afrontar los problemas que suscita el elemento de extranjería en las relaciones que nos ocupan (conflicto de leyes) el menos relevante para los ADRs es el derivado de la localización (física o jurídica) del valor, excepto en lo que toca a la relación entre depositarios y subdepositarios; mientras que, por el contrario, cobra especial relieve la ley aplicable al emitente y la propia ley personal del intermediario mismo. Y aunque los mecanismos de *entitlement* ahora ya previstos en la normativa Estados Unidos más moderna favorecen que las partes determinen mediante pacto privado la legislación aplicable a cualquiera de esas posibles relaciones (8-110 UCC), es lo cierto que el mantenimiento de dos cauces separados para articular el cuadro de las posiciones jurídicas más relevantes en los ADRs apunta nuevamente a la idea de sujetar a la ley del intermediario aquellas concretas relaciones que por su condición de *nominee* mantiene con su clientela en la esfera doméstica (ejercicio y circulación del subrogado) mientras que prefiere someterse a la del emitente (*lex societatis*) las muy diferentes que dicho intermediario cumple como entidad de enlace entre aquella clientela nacional y la sociedad emisora extranjera del valor original, ya sea como detentador me-

diato o inmediato (si es *custodio*) de los valores foráneos que le sirven de cobertura. Parecida solución es básicamente la que aplica también entre nosotros el Acuerdo de la CNMV de 28 de diciembre de 1989 para autorizar la cotización en las Bolsas españolas de valores extranjeros (VW, Bayer). Y, con algunas diferencias, tal es también el diseño norteamericano referido, por lo menos en cuanto el “propietario” de los valores subyacentes es siempre el banco depositario Estados Unidos, único legitimado para ejercitar los derechos sobre ellos, aunque en otros aspectos la posición jurídica del intermediario que emite ADRs sea allí más compleja que la propia de las llamadas “entidades de enlace” entre nosotros. Tal como queda dicho existen además otros modelos de articulación posibles, para la negociación de acciones extranjeras que en un reciente caso español (Televent, filial al cien por cien de Abengoa) ha conducido a situar directamente un “cupo” accionarial en manos de la entidad gestora norteamericana (bajo el sistema ya aludido de las llamadas *ordinary o global shares*) a fin de cotizar directamente en el Nasdaq a pesar de que la sociedad emisora no cotiza en España.

#### XV. (Sigue) LA FIGURA AMERICANA DE LOS ADRS

Si nos centramos en los ADRs como modelo con mayor desarrollo, la idea que les sirve de fundamento es asegurar lo que se ha llamado, muy gráficamente por cierto, la “domesticación” (tanto en sentido de “doma” como de sometimiento al régimen local) de *foreign securities*, esto es, que quien compra ese producto pueda despreocuparse del Derecho extranjero aplicable, del riesgo de contraparte, de la existencia, realidad, e inclusive suficiencia de la cobertura, y hasta de la problemática fiscal. Se trata en definitiva de “reconfigurar” los valores extranjeros y adaptarlos al mercado de destino por vía del subrogado, cambiado el Derecho aplicable (Joanna BENJAMIN, *The Law of Global Custody*, Londres, 1996, pp. 14 y 118) ¿Por qué razón? Porque el documento de que hablamos, conforme a la preferencia norteamericana por los signos de propiedad externa y visible (aunque ahora ya pueden aplicarse a la negociación de esos ADRs técnicas de *book entry*), es un instrumento cuyo contenido viene en última instancia de una acción (u obligación) extranjera si bien lo que el *certificate* norteamericano incorpora verdaderamente es otra nacional distinta y sometida precisamente a la ley americana, es decir, como producto autóctono del lugar de creación. Se trata pues de otra acción distinta (ADS o *Americam Depository Share*), “construida” con previa modificación de la original y no sólo por lo que toca a la denominación de su nominal en dólares, o por aplicación del llamado *ADS ratio* (ajuste de precio en divisa estadounidense en función de la tasa de variación mínima o *trik size* que permiten modificar la cotización en el mercado Estados Unidos donde se negocia), sino, sobre todo, porque a menudo supone el agrupamiento tan sólo una ADS americana de dos o más acciones de origen para cuadrar esas cuentas. De todos modos suele reconocerse que el

inversor norteamericano adquirente del documento que certifica semejante posición accionarial vicaria (el ADR como certificado de dicha acción doméstica) ostenta un interés dominical u *ownership interest* sobre los propios valores extranjeros que le sirven de cobertura, de manera que su posición jurídica —en cuanto habilitado para cambiar el ADR por estos últimos valores originales— no confiere solamente a dicho titular una pura facultad personal frente al Banco que articula aquel “Programa de ADRs” *to delivery or transfer* el valor extranjero de que se trate sino que, para decirlo en palabras de una autorizada doctrina, lo que realmente tiene en su poder el dueño del ADR, *are equitable proprietary interest* (ROY GOODE, “The Nature and Transfert of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, *J. Int’l Banking & Fin. L.*, 1996, p. 174, núm. 13). Tal calificación desmiente el carácter puramente obligacional o relativo de esa posición jurídica, cosa que en cambio puede ser más claro quizás en lo que toca al sistema de ejercicio de los derechos por los dos canales separados que antes se mencionaron, un ámbito donde es probablemente lícito hablar de la sustitución de la “regla de la propiedad” por la regla de “la responsabilidad”, para quienes acogen esa dicotomía a mi parecer equívoca.

Aunque los ADRs nacieron —según ya sabemos— por el preferente interés de los Bancos y como productos “no esponsorizados” (la sociedad extranjera que emite el subyacente no era originalmente “parte” en el contrato ADR) en la práctica actual lo normal es justamente lo contrario para evitar la creación a sus espaldas de instrumentos que pueden luego tener repercusiones no queridas en el seno de la sociedad emisora extranjera (como vimos sucedía entre nosotros con los *warrants*). En este último caso, la doble relación de que hablamos anteriormente vincula con diferente ropaje y naturaleza a un grupo de operadores que además de la propia compañía emisora y el Banco creador del subrogado involucra también a la entidad “depositaria” de la cobertura y normalmente algún subdepositario que tienen materialmente dentro de sus cajas en países diferentes los valores que la nutren. En el caso de que no exista la esponsorización (fenómeno que, para entendernos, funciona aproximadamente como una cláusula de exclusiva, de suerte que sólo el elegido por la entidad extranjera puede emitir ADRs respecto de sus valores) la existencia de un depositario y emite único no está garantizada; y otras entidades pueden montar también otros programas de ADR distintos, pactados con sus clientes en términos no coincidentes con los lanzados por otros operadores. Si recordamos que se conoce además otra distinción que separa los ADRs “no cubiertos” o *pre-emitidos* (el programa se lanza antes de disponer de la cobertura) y aquellos otros que cuentan de antemano con ella, se comprende bien que, aun cuando la libertad de creación de programas múltiples pudiera contribuir económicamente a disminuir costes (pues de otro modo el emisor del ADR esponsorizado disfruta de un monopolio), en la práctica se prefieren hoy las fórmulas operativas que cuentan con el patrocinio del emisor, porque incluyen el compromiso directo de la

sociedad extranjera con el programa de subrogados. La propia SEC alienta esta modalidad única, imponiendo la anulación de los programas no esponsorizados para dar curso a los que cuentan con algún patrocinio, eliminando así la coexistencia sobre un mismo valor extranjero de dos o más productos domésticos heterogéneos.

Como siempre sucede, la coherencia de la “reconstrucción” del producto y de su régimen jurídico encuentra su mejor banco de pruebas en situaciones de concurso o quiebra. La insolvencia del titular de la acción “renacionalizada” (ADS) no plantea más duda que la de decidir si efectivamente el deudor deberá llevar a la masa activa del concurso el producto principal o el subrogado, aunque el carácter también intrínsecamente negociable del segundo reduce la relevancia práctica de semejante disyuntiva (cualquiera de los dos instrumentos sirve para la satisfacción de los acreedores y el administrador del concurso ponderará el conflicto). Tampoco plantea grandes problemas la insolvencia de la sociedad extranjera emisora del subyacente: el banco norteamericano agente insinuará su crédito concursal, en beneficio de los titulares finales, quienes se repartirán después a prorrata lo que aquel banco recupere cuando la liquidación tenga lugar. Así pues, las dificultades se concentran más bien en la quiebra o concurso del Banco emisor de los subrogados americanos, procedimiento universal que procesalmente debe quedar sujeto a la competencia de la jurisdicción Estados Unidos. El banco quebrado ostenta como sabemos la propiedad (fiduciaria) de los valores que procuran cobertura al subrogado. En el plano jurídico-real esos valores extranjeros constituyen, sin embargo, un patrimonio separado, tanto si se concibe como un *trust*, como si se califica de depósito o mandato, determinando consiguientemente en la quiebra un desdoblamiento entre la titularidad formal y la verdadera. Naturalmente no todo es tan sencillo; porque si el Banco hubiera llegado a disponer ilegítimamente de los subrogados, al titular final sólo le caben una de estas dos alternativas: o bien el derecho a reivindicar su propiedad respecto de quienes no tengan la condición de adquirentes onerosos de buena fe (es decir, que la reivindicatoria no existe ni caben tampoco las revocatorias concursales respecto de *bona fide purchasers*) o bien tratar de esgrimir *pro quota* un interés *in aequitate* sobre lo que esa disposición ilegítima abusiva hubiera reportado al Banco, cantidad entonces separable de la masa y que se corresponde con la imposibilidad de los acreedores ordinarios del banco quebrado —normalmente recogida en el “programa”— de llegar a apoderarse directamente (*garnishment*) o, a lo que es más razonable, pedir el embargo (*attachment*) de los bienes que nutren y proporcionan cobertura a los ADRs en su condición de patrimonio de destino (Francisco MARCOS, “Las American Depositary Shares en caso de concurso”, *Homenaje a Olivencia*, I, Madrid, 2005, pp. 8327 y ss.)

# EL DIFÍCIL CAMINO DE LA OPA EN EL CAMBIO DEL CONTROL SOCIETARIO

M.<sup>a</sup> ROSA TAPIA SÁNCHEZ  
*Profesora Titular I. de Derecho Mercantil  
Universidad Rey Juan Carlos*

---

## SUMARIO

- I. FUNDAMENTO ECONÓMICO DE LA OPA COMO SISTEMA DE CONTROL EMPRESARIAL.
  - II. CAUSAS ESTRUCTURALES DE LAS EMPRESAS Y MERCADOS ESPAÑOLES.
    1. **Composición accionarial de las sociedades cotizadas en España y sus repercusiones en la existencia de un mercado de control.**
    2. **La OPA para adquirir el control.**
    3. **La OPA hostil como elemento “democratizador” de las sociedades.**
  - III. LOS OBSTÁCULOS TÉCNICOS.
    1. **Los deberes de comunicación de la adquisición o cesión de participaciones significativas.**
    2. **La normativa sobre OPA en España.**
      - A) La opción en favor de la OPA parcial para acceder al control.
      - B) El otorgamiento de un amplio margen de discrecionalidad a la CNMV.
      - C) El régimen de las “medidas anti-OPA” y de las “medidas de neutralización”.
  - IV. CONCLUSIONES.
-

**Resumen.** Las causas de la escasa utilización de las OPAs como mecanismo de control empresarial en España constituye el objeto de ese trabajo, realizado sobre el estudio empírico de las 49 OPAs desarrolladas en el marco de las grandes empresas del IBEX-35 y los grandes grupos bancarios, desde la aprobación del Real Decreto regulador de estas operaciones. En la muestra examinada se evidencian causas estructurales asociadas a la realidad de nuestro mercado empresarial (composición accionarial de las sociedades, escasa frecuencia de las OPAs de control, y menos aun de OPAs hostiles), y obstáculos técnicos, referidos a las peculiaridades de la normativa española de OPAs y participaciones significativas. Si bien estos últimos son superables por vía de reforma, los estructurales requieren de un cambio ideológico y personal en los que se sustentan las empresas y los mercados españoles. Una vez aprobada la Directiva de OPAs quizá sea el momento oportuno para abordar unas y otros.

## I. FUNDAMENTO ECONÓMICO DE LA OPA COMO SISTEMA DE CONTROL EMPRESARIAL

El creciente proceso de separación entre propiedad del capital y gestión de las grandes sociedades anónimas cotizadas, iniciado ya hace algunas décadas en nuestros mercados de capitales, ha sido el origen de la progresiva y manifiesta insuficiencia de los mecanismos del Derecho societario para controlar la gestión del órgano administrativo. El clásico principio societario de la soberanía de la junta de accionistas como instrumento de control frente a la actuación del órgano gestor ha ido cediendo ante las nuevas realidades económico-societarias <sup>(1)</sup>. En la gran mayoría de las sociedades anónimas abiertas o bursátiles de hoy en día, los accionistas no ejercitan ya la condición de socios, sino de inversores carentes de toda *affectio societatis*. Y aunque en toda junta general de accionistas, es posible destituir a los administradores conforme al artículo 131 de la LSA, no resulta usual que los socios utilicen este mecanismo interno del Derecho societario para sustituir a los administradores que consideran ineficientes.

En términos reales, lo que suele suceder es, simplemente, que los accionistas descontentos proceden a la venta de sus valores, separándose de la sociedad e invirtiendo en otra, cuyo equipo de gestión les otorgue una mayor confianza.

---

(1) En relación a los mecanismos internos de supervisión y garantía en la SA, puede verse ALONSO LEDESMA, C., "El papel de la Junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital", en *El gobierno de las sociedades cotizadas*, (coordinado por ESTEBAN VELASCO), Madrid, 1999, pp. 620 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada", *RDM*, 2002, pp. 1653 y ss.; ARRUÑADA, B., "Crítica a la regulación de OPAs", *RDM*, 1992, núm. 204, pp. 32 y ss.

Se produce así, una especialización de funciones, mediante la cual, los accionistas asumen el papel de meros aportantes de capital a cambio del derecho a participar en los beneficios sociales; mientras que los administradores asumen la gestión de un capital del que no son propietarios, dando aplicación a los conocimientos técnicos indispensables, que ellos poseen, para la gestión de una gran empresa<sup>(2)</sup>. Ello explica, en cierta medida, las nuevas actitudes de los accionistas en las grandes sociedades bursátiles, —en forma de apatía y absentismo en las juntas generales, o de no ejercicio de sus derechos políticos— eludiendo las posibilidades de control sobre la gestión del órgano administrativo de la sociedad.

Por el contrario, los socios suelen dirigir sus esfuerzos a verificar la rentabilidad de su inversión, siendo éste el único factor explicativo de su ingreso en la sociedad<sup>(3)</sup>. Y son precisamente esta alta especialización de funciones y la exigencia de un elevado nivel de conocimientos técnicos en la gestión de las grandes sociedades anónimas, las que han llevado a los accionistas minoritarios a preocuparse únicamente por la rentabilidad y liquidez de su inversión, no siendo posible en la práctica para muchos de ellos, llevar a cabo con un mínimo de eficacia, la función fiscalizadora que la Ley de Sociedades Anónimas les tiene asignada sobre el órgano de gestión<sup>(4)</sup>. Esto hace que el poder de los administradores se ejercite con un elevado nivel de independencia respecto de los accionistas, quedando el control de su gestión desvinculado por completo de la propiedad de la empresa. De hecho, viene siendo normal que, en las grandes sociedades cotizadas, el poder se concentre en minorías de capital inversamente proporcionales a las dimensiones de la sociedad.

Ello ha motivado el desplazamiento de la junta general como órgano legal de control interno por la OPA, como nuevo mecanismo de control empresarial

---

(2) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las OPAS”, *RDBB*, 1992, núm. 2, p. 668; FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia”, *RDM*, 1998, pp. 37 y ss.

(3) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., ob. cit., p. 669. MENÉNDEZ, “Absentismo de los accionistas y desequilibrio de poder en la sociedad anónima”, en *Estudios homenaje a Federico de Castro*, tomo II, Madrid, 1976, pp. 276 y ss.; DUQUE, “Absentismo del accionista y acciones sin voto”, en *Homenaje a J.B. Vallet de Goytisolo*, volumen II, Madrid, 1988, pp. 148 y ss.

(4) Apunta GARCÍA DE ENTERRÍA que “no sólo la información necesaria para poder llevar a cabo este control es difícil de adquirir, sino que su estudio y evaluación requiere unos esfuerzos que normalmente no guardarán correlación alguna con los beneficios que el accionista podría obtener... A ello se añade además el elevado nivel de conocimientos exigido para poder intervenir en la administración de una gran empresa...”, *El control...*, cit., pp. 670 y ss. También al respecto, ALONSO LEDESMA, C., *El papel de la junta...*, cit., pp. 620 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *El interés social...*, cit., pp. 1653 y ss.

de carácter extrasocietario, y que aspira, en cierta manera, a sustituir al ineficaz mecanismo del control societario. Así pues, la OPA está llamada a desempeñar una función de defensa del accionista minoritario, fuera de los moldes del Derecho societario clásico, ante la nueva realidad económica de la gran empresa. No obstante, hay que advertir que el fenómeno de la OPA es tan sólo uno más de los nuevos medios de protección del accionista, ensayados en España durante las últimas décadas y que ha de sumarse a otros nuevos instrumentos mercantiles distintos de los tradicionales como, el control realizado por órganos de carácter público <sup>(5)</sup>, las distintas modalidades de control contable llevadas a cabo por un “Comité de Auditoría interno” <sup>(6)</sup>, o la intervención de las instituciones rectoras de los mercados de valores <sup>(7)</sup>.

En el plano de los actuales mecanismos de control empresarial, la OPA es el instrumento que mejor conecta la realidad de los accionistas como inversores en los modernos mercados de valores. De un lado, por su configuración técnica como operación que permite un verdadero encuentro de voluntades entre oferentes e inversores en el mercado de capitales, prescindiendo de cualquier injerencia por parte de los administradores de las sociedades. De otro, porque la OPA es una consecuencia directa de los mecanismos que determinan la fijación objetiva de los precios de los valores mobiliarios. Las cotizaciones en bolsa reflejan la valoración que el mercado realiza de la sociedad emisora y de su previsible rentabilidad en el futuro. Así pues, ante una gestión deficiente, los accionistas, dada su ya demostrada incapacidad para realizar cualquier cambio en la dirección de la empresa a través de su participación en el órgano decisorio de la sociedad, optarán por la venta de sus valores. Y cuando esta decisión de venta se generalice entre los inversores, haciéndose escasa o nula la incorpora-

---

<sup>(5)</sup> Nos estamos refiriendo, no sólo a la creación de la CNMV en España, a semejanza de otras comisiones europeas y americanas, sino también a otras instituciones de reciente creación como el “Comisionado para la defensa del inversor”, creado por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Este “defensor del inversor” se encuentra adscrito orgánicamente a la CNMV y tiene por objeto proteger los derechos del inversor dentro del ámbito material de competencias de la CNMV. También se prevé en el mismo artículo 22 de la citada ley la creación de otros órganos de defensa del cliente de servicios financieros, como el “Comisionado para la defensa del cliente de servicios bancarios”, adscrito al Banco de España, y el “Comisionado para la defensa del asegurado y del partícipe de planes de pensiones”, adscrito a la Dirección general de seguros y fondos de pensiones.

<sup>(6)</sup> El artículo 47 de la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, añade la disposición adicional decimonovena a la Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores, por la que se prevé la creación de “Comités de Auditoría internos” para las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

<sup>(7)</sup> Al respecto, SÁNCHEZ CALERO, “Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español”, *RDBB*, núm. 44, 1991, pp. 919 y ss.

ción de nuevos accionistas, bajará la cotización de las acciones, situándose el precio por debajo de su verdadero potencial <sup>(8)</sup>. Y es en este momento cuando es posible que aparezca en el mercado un sujeto, que confíe en su mayor capacidad de gestión para intentar hacerse con el control de la sociedad e intente desplazar a los antiguos administradores mediante la presentación de una OPA. El oferente ofrecerá por los valores de la sociedad un precio superior al de mercado, movido por la esperanza de desarrollar una gestión más provechosa, lo que beneficiará no sólo a quienes venden sus valores a un precio superior a la cotización de mercado, sino también a los accionistas que se “quedan” en la sociedad, ya que se verán beneficiados de una más eficaz gestión de la empresa. En definitiva, la infravaloración de una sociedad por el mercado es, en la mayoría de los casos, el resultado de una gestión deficiente e inadecuada para sacar pleno provecho de los activos sociales, y la OPA puede ser el mecanismo que permita la entrada de nuevos directivos mejor capacitados para el aprovechamiento de los recursos de la empresa.

Cumple de esta manera la OPA una función indirecta de control de la gestión de los órganos directivos, cuya eficacia sólo puede explicarse por la facultad concedida al oferente de dirigir su propuesta de adquisición directamente a los accionistas de la sociedad afectada, prescindiendo de la voluntad de los administradores, en claro contraste con lo que ocurre con otras operaciones de concentración empresarial, como la fusión de sociedades <sup>(9)</sup>. La posibilidad insita en las OPAs de dirigirse directamente a la base accionarial de la sociedad afectada, al margen de la posible discordancia de los administradores, constituye sin duda, un presupuesto indispensable para que la función fiscalizadora y de control que las OPAs tienen institucionalmente encomendada pueda llevarse a cabo. De ahí que en la Directiva 2004/25/CE sobre OPA se haya optado de forma decisiva, no sólo por la prohibición de las medidas defensivas que puedan adoptar los administradores tras la formulación de la OPA, sino también por admitir las “medidas de neutralización” que puede tomar la sociedad oferente

---

(8) Al respecto apunta GARCÍA DE ENTERRÍA que “esta valuación de la empresa realizada de forma neutral por los mercados de valores, que permite comprobar la aceptación de la política gestora seguida por los administradores, proporciona además un parámetro esencial con el que los inversores pueden contrastar el valor potencial de una empresa con su valor real, tal como resulta de su precio en bolsa. *El control...*, cit., p. 674.

(9) Véase al respecto, GARCÍA-PITA y LASTRES, “Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas públicas de adquisición de acciones”, *RDBB*, núm. 2, 1992, pp. 986 y ss.; PALACÍN SÁNCHEZ, M.J., “Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)”, *Bolsa de Madrid*, enero-2004, p. 73.

frente a las acciones emprendidas por la sociedad afectada por la OPA <sup>(10)</sup>. El deber de pasividad de los administradores se fundamenta en la necesidad de evitar que los mismos que no han gestionado óptimamente la sociedad, puedan además impedir que los accionistas se beneficien con la venta de sus acciones. De ahí que el carácter hostil de una OPA no deba ser considerado como un dato relevante negativo de cara a la apreciación o conveniencia de la OPA para los accionistas de la sociedad afectada, ni deba considerarse que una OPA hostil sea, por este solo hecho, contraria al interés social de la sociedad afectada. Más bien al contrario, en las OPAs hostiles lo que probablemente subyace es la búsqueda de un cambio radical de gestión de la sociedad afectada, que raramente cuenta con la colaboración de los administradores a quienes se quiere desplazar; por lo que la OPA hostil puede decirse que es, en esencia, el mecanismo de control de las grandes sociedades abiertas o bursátiles. Lo que no excluye la posibilidad de que una OPA amistosa pueda también eventualmente cumplir esta función. Pero al margen de determinadas excepciones, lo habitual en los mercados es que las operaciones amistosas estén motivadas por la simple búsqueda de la integración de dos empresas que presentan una rentabilidad equivalente, o incluso cuando la sociedad afectada presenta una rentabilidad superior a la media del mercado <sup>(11)</sup>.

Pues bien, pese a la incuestionable funcionalidad de la OPA como mecanismo de control empresarial, se ha apreciado, como práctica frecuente en nuestros mercados, la venta de paquetes de control accionario al margen del fenómeno de la OPA <sup>(12)</sup>, o su encauzamiento a través del mecanismo de la OPA, pero existiendo ciertos acuerdos interempresariales de fondo, que en definitiva

---

<sup>(10)</sup> La Directiva de OPA refuerza aun más esta posición estableciendo en su artículo 10 un deber de transparencia de los mecanismos de defensa de las sociedades afectadas por la OPA, debiendo ser objeto de publicidad detallada y rigurosa toda la información sobre aquellas estructuras y disposiciones que pudiesen obstaculizar la adquisición y el ejercicio del control sobre la sociedad por un oferente, mediante su inserción en el "Informe de gestión de la sociedad". También la Directiva introduce un informe específico respecto de las medidas anti-OPA (artículo 9.5).

<sup>(11)</sup> En relación a los "motivos" que suelen prevalecer en las OPAs amistosas, señala GARCÍA DE ENTERRÍA, J. que estas operaciones podrían venir motivadas "desde el intento del oferente de entrar en el mercado en que opera la sociedad afectada mediante la compra de una empresa ya asentada hasta la simple predisposición de los administradores hacia el crecimiento de su empresa, que en ocasiones puede llevarles a embarcarse en programas de adquisiciones que desde una perspectiva económica pueden tener poca justificación. No faltan tampoco ejemplos en los que grandes sociedades de escaso dinamismo y con dificultades de adaptación proceden a renovarse mediante la adquisición de empresas, normalmente mucho más pequeñas, de gran capacidad innovativa y amplias posibilidades", *ob. cit.*, p. 677.

<sup>(12)</sup> Tal es el caso de las ventas de paquetes de control accionario de sociedades como Vallehermoso o Metrovacesa, realizadas al margen de la Ley de OPAs.

desvirtúan la finalidad misma de la OPA <sup>(13)</sup>. Paralelamente, la normativa española contempla la OPA, no sólo como mecanismo de control. El RD 1197/1991 admite la formulación de la OPA con otras finalidades distintas al control societario —como la OPA de exclusión, OPA de modificación de estatutos o la OPA para la reducción de capital—, contrariamente a cuanto acontece en otras reglamentaciones europeas y americana, dirigidas primordialmente a reglamentar la OPA de toma o adquisición de una participación significativa. Esta tendencia del ordenamiento español hace que hoy nos cuestionemos si el mecanismo de la OPA, desde el punto de vista técnico, está concebido como un sistema de control de empresas como finalidad prioritaria, y sobre las causas del escaso recurso que se ha hecho de las OPAs en España como mecanismo de control empresarial.

El presente artículo pretende acercarse a la realidad de las OPAs en España para descubrir las causas de su escasa utilización como mecanismo de control empresarial. Con este objetivo se han estudiado las OPAs que han tenido lugar en España desde la aprobación del RD 1197/1991 hasta el momento actual; reconduciendo nuestro análisis hacia un sector determinado del mercado de capitales español compuesto por las empresas del IBEX-35, los grandes grupos bancarios y las Cajas de Ahorro, en el período que media entre la entrada en vigor del RD 1197/1991 y su reforma por el RD 432/2003, de 11 de abril. De este modo, el análisis se ha centrado en las empresas de mayor dimensión en cuanto al volumen de capital. En total han sido 49 OPAs efectuadas en este período, en las que se verifican las anteriores características, restando las no relevantes a efectos de control, como son, las OPAs de exclusión, OPAs sobre sociedades de cartera y OPAs de reducción de capital <sup>(14)</sup>.

Entre los motivos que han coadyuvado al escaso empleo de esta figura se diferencian, unas “causas estructurales” extraídas de la atenta observación de la realidad empresarial, tales como su composición accionarial, la frecuencia de las OPAs de control, y dentro de éstas las que revisten un carácter hostil. Para el análisis de estas causas nos hemos ayudado, prioritariamente del método estadístico, extrayendo información de las páginas Web de la CNMV y la Bolsa de

---

(13) Tal es el caso de la OPA del Banco Santander Central Hispano sobre CEPSA, entre cuyas empresas existían ciertos pactos parasociales, que luego resultaron incumplidos.

(14) En concreto, nuestro estudio se centra sobre las empresas del IBEX-35 a fecha de 8 noviembre de 2004 (Abertis SE.A, Acciona, Acerinox, ACS, Altadis, Amadeus-A, Arcelor, Banco Popular, Banco Sabadell, Banesto, Bankinter, BBVA, BSCH, Corporación Mapfre, Enagas, Endesa, FCC, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Iberia, Inditex, Indra A, Metrovacesa, NH Hoteles, Prisa, REE, Repsol YPF, Sogecable, Telefónica, Telefónica Móviles, TPI, Unión Fenosa, Zeltia), los grandes grupos bancarios —que a su vez muchos de ellos pertenecen al grupo del IBEX-35—, y las Cajas de Ahorro.

Madrid. El segundo grupo de motivaciones que inciden en el escaso empleo del mecanismo de la OPA está constituido por lo que hemos denominado “obstáculos técnicos”, referidos a las peculiaridades de la normativa española de OPAs y su entorno (participaciones significativas); para cuyo análisis es preciso partir de una minuciosa observación del marco legal de las OPAs en España, en comparación con el resto de normativas más representativas —europeas y anglosajonas— y las aportaciones doctrinales al respecto. Ahora bien, entre ambos grupos de motivaciones —estructurales y técnicas— encontramos una diferencia fundamental, de cara a la trascendencia práctica de su análisis: sólo sobre los obstáculos técnicos podría realmente influirse, a través de las consiguientes reformas legislativas, para provocar alguna variación en el panorama de la actual situación del mercado de control español. Más difícil resulta por el contrario, poder influir sobre los factores de naturaleza estructural, referidos a las empresas y mercados españoles. No obstante, no debemos olvidar que nos encontramos ante un momento “idóneo” para abordar la reforma del Derecho español de OPAs, una vez que ha finalizado el largo proceso de negociación verificado en el ámbito comunitario con la aprobación de la Directiva 2004/25/CE relativa a las OPAs, y la realidad económico-empresarial actual está demandando la creación de un marco legal que favorezca el desarrollo de un mercado único de control empresarial en la Eurozona.

## II. CAUSAS ESTRUCTURALES DE LAS EMPRESAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

Al igual que ocurre en la mayoría de países europeos continentales, nuestro Mercado de valores ya de entrada viene caracterizado por un factor de tipo estructural que constituye el primer obstáculo insuperable para que las OPAS adquieran una significación como mecanismo de control societario similar a la alcanzada en el ámbito anglosajón. Éste es el relativo al escaso número de sociedades que cotizan en el mismo, lo cual hace que el número de sociedades susceptibles de ser adquiridas mediante OPA sea muy reducido ya desde el principio, sin entrar a analizar otro tipo de datos que a continuación veremos. Mientras que en el *London Stock Exchange* tiene lugar la cotización de más de 5.700 sociedades, en la Bolsa de Madrid no cotizan muchas más de 2.000 sociedades en el Mercado de Renta Variable. La falta de un claro incentivo para que las empresas se interesen por su admisión a cotización y el exceso de formalismos exigidos para su ingreso en los mercados de valores, hace que sólo las macro-sociedades encuentren un aliciente para solicitar su ingreso en el mercado bursátil. No obstante, al reducido número de sociedades cotizadas en los mercados españoles han de sumarse otros elementos de tipo estructural que también entorpecen la consolidación de un mercado de control societario, como puede ser la composición accionarial de las sociedades cotizadas y la existencia

de accionistas comprometidos con la gestión o puramente financieros, como sucede con los inversores institucionales.

### **1. Composición accionarial de las sociedades cotizadas en España y sus repercusiones en la existencia de un mercado de control**

Con carácter general, la composición accionarial de las sociedades cotizadas en un mercado constituye un dato de capital importancia en la formación de un verdadero mercado de control. Cuando el capital de las sociedades se encuentra concentrado en un número reducido de socios, propietarios de paquetes accionariales importantes, la OPA pierde parte de su significado como sistema de concentración accionarial, dejando paso a otros sistemas mucho más efectivos en la práctica, como los acuerdos privados entre accionistas para la transmisión de bloques de control. Así pues, la OPA sólo alcanzará su verdadero significado como sistema de concentración accionarial cuando el capital de la sociedad afectada se encuentre diseminado entre el público inversor, y por lo tanto desvinculado del grupo de control. En consecuencia, cuando el porcentaje de capital desvinculado en las sociedades de un mercado sea muy bajo, también será bajo el número de empresas “opables” en contra de la voluntad del grupo de control.

En el caso de las grandes sociedades cotizadas españolas<sup>(15)</sup>, una gran parte de ellas se caracteriza por su escasa dispersión accionarial, tomando importancia, por el contrario, el porcentaje de los accionistas significativos —es decir, aquellos que poseen un porcentaje superior al 5% del capital de una empresa—. Ha de tenerse también en cuenta las participaciones indirectas en el capital, detentadas por accionistas institucionales o grupos financieros<sup>(16)</sup>. Estadísticamente, hemos comprobado la importancia de las participaciones indirectas detentadas por las sociedades oferentes en el capital de las sociedades afectadas en el momento de la presentación de la OPA, superando éstas en muchos

---

(15) Nos referimos únicamente a sociedades cotizadas o bursátiles ya que la obligación legal de formular una OPA para la toma o el aumento de una participación significativa se establece como regla general únicamente para el caso de las sociedades “cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en una Bolsa de Valores”, tal como resulta del artículo 1 del RD 1197/1991.

(16) En este sentido GARCÍA DE ENTERRÍA, J. hace referencia a la “existencia de sólidos grupos familiares o financieros, que de forma directa o indirecta controlan la mayoría del capital”, en ob. cit., p. 681.

casos el porcentaje de la propia participación directa en el capital de la sociedad afectada <sup>(17)</sup>.

Así pues, en las 43 sociedades que son objeto de nuestro estudio, sólo existen 12 sociedades (el 27'9% del total) con un capital desvinculado superior al 75%. Otras 9 sociedades (representativas del 20'9%) sitúan su porcentaje de capital desvinculado entre 50% y el 75%. El número se incrementa en 10 sociedades (23'25%) si exigimos un capital desvinculado en la horquilla que va del 25% al 50%; siendo por último 12 las sociedades (el 27'9%), cuyo capital pertenece a accionistas significativos en al menos el 75% de su valor. En definitiva, sólo el 27'9% de las grandes sociedades bursátiles tienen un capital flotante superior al 75% de su capital. Además, estos valores de participaciones significativas se incrementan si se tienen en cuenta las participaciones indirectas en el capital, no computadas en nuestro estudio. Y otro dato relevante es que no existe ninguna sociedad con una participación de accionista significativo inferior al 5% de su capital. En consecuencia, es la fisonomía propia de las sociedades cotizadas españolas, con un capital no vinculado a accionistas institucionales muy bajo, la primera de las barreras que nos encontramos en la configuración de un verdadero mercado de control empresarial <sup>(18)</sup>.

---

<sup>(17)</sup> Tal fue el caso de BANESTO, que en el momento de presentación de la OPA sobre "Corporación Industrial y Financiera de Banesto, SA" en mayo de 1995 poseía indirectamente el 96,87% de su capital a través de "SCI Gestión, SA" (43.096.287 acciones) y de "Sociedad General Española del Mercurio, SA" (23.838 acciones). Además "Invacor, SA", sociedad participada al 100% por "Corporación Banesto", tenía 4.050 acciones de esta última.

Asimismo, la "SA Mapfre-Caja Madrid Holding de Entidades Aseguradoras, SA" en el momento de la presentación de la OPA, en abril de 2000 sobre "Mapfre Vida, SA de Seguros y Reaseguros", ostentaba una participación indirecta sobre esta última del 68,816% de su capital a través de "Corporación Mapfre".

En la OPA presentada por el BSCH sobre CEPSA en octubre de 2003 el BSCH ostentaba una participación indirecta sobre CEPSA del 33,23% de su capital a través de Santander Seguros y Reaseguros, SA (0,01%) y "Somaen Dos, SL" (33,23%). "Somaen Dos" estaba participada por BSCH (59,95%), total (25,001%) y "Unión Fenosa" (15,044%). Estas participaciones en SOMAEN se corresponden con las siguientes participaciones económicas en CEPSA: BSCH (19,92%), total (8,31%) y "Unión Fenosa" (5%).

En el caso de la OPA de "Grupo Ferroviario, SA" sobre "Cintra Aparcamientos, SA" en marzo de 1998, la sociedad oferente poseía indirectamente, a través de su filial "Ferroviario Aparcamientos, SA" el 24,68% del capital de la sociedad afectada.

También en la OPA de "Altadis, SA" sobre "Inmobiliaria Zabalburu, SA" en diciembre de 1999, ALTADIS era titular indirectamente a través de HEBRA del 24,40% del capital de la sociedad afectada.

En la OPA del BSCH sobre "La Unión Resinera Española, SA" en marzo de 1996, el Banco Santander era propietario indirecto del 21,23% del capital de la sociedad afectada.

<sup>(18)</sup> A similares conclusiones llega FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. tras el análisis estadístico efectuado por el autor en relación a las 129 sociedades que cotizaban en 1997 en el Mercado Continuo. Ob. cit., p. 46.

## 2. La OPA para adquirir el control

La estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas ejerce una influencia decisiva sobre la estadística de las OPAs de cambio de control presentadas desde la entrada en vigor del RD 1197/1991 hasta el momento actual. Utilizando nuevamente nuestro grupo de empresas de referencia (IBEX-35, grupos bancarios y Cajas de Ahorro) se ha observado un predominio de las OPAs que tienen por finalidad el “aumento de participación”. En concreto, de las 49 OPAs que se han presentado en el mercado español en este período, 28 tuvieron por objeto el aumento de participación en el capital de la sociedad afectada, según la finalidad declarada por el propio oferente en el folleto informativo. Se trata de operaciones en las que el oferente ya detentaba una participación significativa en el capital de la sociedad afectada con anterioridad a la presentación de la OPA. Dicha participación significativa, o bien constituía una participación de control efectivo mayoritario (superior al 50% del capital) <sup>(19)</sup>, y bien se trataba de una participación inferior al 50% del capital, pero que de hecho le confería el control, en atención a las peculiares circunstancias y estructura accionarial de la sociedad afectada <sup>(20)</sup>. Dentro de este grupo de OPAs de “aumento de participación” también se ha observado la existencia de un cierto número de OPAs residuales, en las que el oferente posee una participación situada en torno al 95% del capital de la sociedad afectada y pretende mediante OPA la adquisición del pequeño porcentaje que le falta para ser titular del 100% del capital de la sociedad afectada <sup>(21)</sup>. En definitiva, sea como fuere, las califi-

---

(19) Esto es así en 11 de las OPAs que hemos consultado. A modo de ejemplo: la OPA de Banesto sobre Corporación Banesto de octubre de 1993 con un 86% de participación en el momento de presentación de la oferta; o la OPA de “Acerinox, SA” sobre “Roldan, SA” de marzo de 1995 con un 65% de participación; o la OPA de Corporación Bancaria de España con un 73% de participación sobre el Banco Exterior de España en el momento de la formulación de la OPA lanzada sobre éste en noviembre de 1995.

(20) OPA de BAMI sobre “Metrovacesa, SA” de 25 de junio de 2003, siendo BAMI titular en la fecha de presentación del 25% del capital de “Metrovacesa”; o la OPA de Telefónica sobre “Terra Networks, SA” el 19 de junio de 2003, siendo Telefónica titular del 38,37% del capital de la segunda; o la OPA de “NH Hoteles, SA” sobre “Sotogrande, SA” de 20 de octubre de 1999, siendo “NH Hoteles, SA” titular del 37,19% del capital de la segunda.

(21) OPA del “Banco Central Hispano Americano, SA” de 2 de febrero de 1994 sobre “Española de Inversiones, SA”, contando el primero con un 97,58% de participación sobre la segunda; o la OPA de Corporación Banesto sobre AGAPSA el 3 de mayo de 1995, contando la primera con un 98,18% de participación sobre la segunda; o la OPA de “Corporación Mapfre, SA” sobre “Mapfre Inmuebles, SA”, el 24 de abril de 1996, contando la primera con el 94,96% del capital de la segunda.

cadadas como OPAs de “aumento de participación” constituyen un grupo que no encaja dentro de la categoría de OPAs de cambio de control, ya que en ninguna de sus variedades (control efectivo, control de hecho u OPA residual), la OPA de aumento de participación tiene como efecto un cambio real de control sobre la sociedad afectada.

El segundo grupo de OPAs se integra por 13 OPAs de “toma de participación”, según la finalidad de la oferta declarada por el propio oferente en el folleto informativo. De este grupo, 5 OPAs fueron utilizadas como medio para instrumentar los acuerdos previos de transmisión de valores, llevados a cabo por los directivos de ambas sociedades (oferente y afectada) <sup>(22)</sup>, o bien como instrumento para dar cobertura a un procedimiento de fusión entre las sociedades <sup>(23)</sup>. En ninguna de estas situaciones se produce un verdadero encuentro de voluntades entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada, ni puede decirse que cumple la OPA una función disciplinaria o de control externo del órgano de gestión de la sociedad afectada. Respecto de las 8 OPAs restantes presentadas con la finalidad de “toma de participación”, sólo 5 de ellas culminaron exitosamente, produciéndose un cambio de control en la sociedad afectada, si bien no podemos verificar, en todas ellas, la inexistencia de acuerdos previos entre las sociedades, realizados con anterioridad a la oferta de forma

---

<sup>(22)</sup> Tal es el caso de la OPA de 6 de febrero de 2004 formulada por “Banco Sabadell, SA” sobre “Banco Atlántico, SA”, donde con anterioridad la sociedad oferente había alcanzado un acuerdo con los dos principales accionistas del “Banco Atlántico, SA” (Arab Banking Corporation y BBVA), por el que éstos se comprometían a transmitir el 92,83% del capital durante el plazo de aceptación de la oferta. Con anterioridad a la OPA de “RWE España, SL”, Unipersonal sobre “Hidroeléctrica del Cantábrico, SA” de 28 de febrero de 2001, los consejeros de Hidrocantábrico habían alcanzado un acuerdo con “RWE España” por el que se comprometían a aceptar la OPA transmitiendo el 5,31% del capital, salvo que exista otra OPA competidora o una mejora de la oferta inicial. Con anterioridad a la OPA de 25 de febrero de 2003 formulada por “Caja de Ahorros del Mediterráneo, Suministros Ibiza, SA” y otras empresas sobre “Compañía Trasmediterránea, SA”, las entidades oferentes habían suscrito con el accionista de control (SEPI, titular del 95,24% del capital de Trasmediterránea) un contrato de promesa de compraventa por el que SEPI se comprometía a vender sus acciones en la OPA. Y también con anterioridad a la OPA de 10 de junio de 2003 lanzada por “Barclays Bank, SA” sobre “Banco Zaragozano, SA”, la sociedad oferente había alcanzado un acuerdo con varios accionistas de “Banco Zaragozano, SA”, por el que éstos se comprometían a aceptar la oferta, vendiendo acciones representativas del 53,97% de su capital social.

<sup>(23)</sup> Es el caso de la OPA de 22 de enero de 1997 formulada por “NH Hoteles, SA” sobre “Promociones Eurobuilding, SA”.

oficiosa <sup>(24)</sup>. Las otras 3 OPAs no terminaron con un resultado positivo <sup>(25)</sup>. La cifra de 49 OPAs se completa con 7 OPAs de exclusión <sup>(26)</sup>, y una OPA presentada en cumplimiento del artículo 3.1.c) del RD 1197/1991 <sup>(27)</sup>. Ninguna de éstas resulta tampoco relevante de cara a la adquisición del control, ya que se trata de OPAs residuales en las que el oferente detenta una participación entre el 95% y el 99% del capital de la afectada, dándose la circunstancia además de que en las OPAs de exclusión la condición de oferente y sociedad afectada recae sobre la misma sociedad.

A la vista de los datos estadísticos podemos afirmar que no existe en España un mercado de control societario en el ámbito de las grandes empresas cotizadas. Al alto porcentaje de accionistas institucionales y de control, —que configura la estructura societaria de las compañías que cotizan en la bolsa española—, ha de sumarse la tendencia generalizada de los directivos a emplear

---

<sup>(24)</sup> OPA de 17 de enero de 2001 presentada por “Ferroatlántica, SL” sobre “Hidroeléctrica del Cantábrico, SA”; OPA de 3 de enero de 2002 formulada por “Arcelor, SA” sobre “Aceralia Corporación Siderúrgica, SA”; OPA de 10 de mayo de 1995 presentada por “Grupo Ferrovial, SA” sobre “Ferrovial Agroman, SA”; OPA de 7 de junio de 1995 formulada por Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona sobre “Banco Herrero, SA”; OPA de 25 de junio de 2003 formulada por el “Grupo Inversor Hespería, SA” sobre “NH Hoteles, SA”.

<sup>(25)</sup> En la OPA de 18 de abril de 2000 formulada por “Unión Fenosa, SA” frente a “Hidroeléctrica del Cantábrico, SA”, el oferente desiste de la oferta, a la vista del acuerdo del Consejo de Ministros de 26 de mayo de 2000, que declara improcedente la operación de concentración consistente en la adquisición por “Fenosa de Hidrocantábrico”. La OPA de 27 de junio de 2000 formulada por “Fadesa Inmobiliaria, SA”, Caja de Ahorros de Galicia y otras empresas sobre “Inmobiliaria Zabalburu, SA” terminó con resultado negativo, así como la OPA de 25 de febrero de 2003 de “Astrim, SPA” y “Quarta Ibérica, SPA” sobre “Metrovacesa” terminaron con resultado negativo al no haberse alcanzado el límite mínimo de aceptaciones fijado por los oferentes para la validez de la misma, y no haber renunciado con posterioridad al citado límite mínimo.

<sup>(26)</sup> En el grupo de las OPAs de exclusión se sitúan: la OPA de 6 de abril de 1999 formulada por “AGF Unión Fénix, Seguros y Reaseguros, SA” sobre sí misma; la OPA de 2 de junio de 1999 formulada por “Banco de Servicios Financieros Caja Madrid-Mapfre, SA”; la OPA de 26 de enero de 2000 formulada por “Corporación Industrial y Financiera de Banesto, SA”; la OPA de 27 de julio de 2000 formulada por “Ferrovial Agroman, SA”; la OPA de 14 de mayo de 2002 formulada por “Hidroeléctrica del Cantábrico, SA”; la OPA de 18 de diciembre de 2002 formulada por “Mapfre Vida, SA de Seguros y Reaseguros”, y la OPA de 20 de enero de 2004 formulada por “Aceralia Corporación Siderúrgica, SA”.

<sup>(27)</sup> La OPA de 21 de octubre de 1998 formulada por “Allianz AG” sobre “AGF Unión-Fénix, Seguros y Reaseguros, SA” se trata de una OPA *a posteriori*, cuya obligación surge como consecuencia de la toma de control por “Allianz AG” de AGF, entidad que tiene una participación indirecta del 86,77% del capital de “AGF Unión Fénix”. La toma de control de AGF por “Allianz” se produjo a través de una OPA presentada por esta última entidad sobre la primera en la Bolsa de Valores de París, cuyo resultado definitivo fue publicado el 15 de abril de 1998.

en su estrategia empresarial otros instrumentos diferentes a la OPA para llevar a cabo los cambios de control, como es el caso de las fusiones entre empresas. Por otro lado, también se ha observado la existencia de sólidos pactos o acuerdos previos de venta de acciones, en numerosas ocasiones en que se ha utilizado el mecanismo de la OPA para instrumentar un cambio de control, y de forma subyacente a ésta. En definitiva, se ha constatado que la exigencia de OPAs obligatorias en nuestro derecho no impide el empleo por los empresarios de otras estructuras jurídicas que les permiten adquirir el control de las sociedades al margen de nuestra normativa de OPAS <sup>(28)</sup>.

### **3. La OPA hostil como elemento “democratizador” de las sociedades**

El campo operativo de la OPA en España se ha visto limitado, además, por la mala comprensión o asimilación con que la figura de la OPA hostil ha sido recibida en nuestro mercado. Se trata éste de un factor de tipo estructural, pero que se encuentra teñido de un fuerte elemento sociológico. En el ámbito empresarial español existe la idea generalizada de que una OPA hostil es algo así como un acto de “sabotaje empresarial” contrario a los “buenos modales financieros” que deben presidir la actuación de los empresarios; y por lo tanto, de difícil encaje dentro de las pautas empresariales imperantes en nuestro país <sup>(29)</sup>. Para darnos cuenta de este dato, sólo tenemos que volver la vista a la frustrada OPA hostil del Banco de Bilbao sobre Banesto y observar la enorme convulsión que esta operación causó en el ámbito financiero <sup>(30)</sup>. Pues bien, desde la fallida OPA hostil sobre Banesto hasta el momento actual, la “hostilidad” de la OPA

---

<sup>(28)</sup> En los últimos años están adquiriendo un relieve especial las operaciones de concentración instrumentadas mediante ampliaciones de capital. Así en el año 2003, cinco de las sociedades objeto de nuestro estudio (“Arcelor, SA”; “Sacyr Vallehermoso, SA”; “Banco Popular Español, SA”, “Sogecable, SA” y “ACS, SA”) llevaron a cabo ampliaciones de capital en la Bolsa de Madrid con la finalidad de llevar a cabo una concentración empresarial con otra empresa.

<sup>(29)</sup> Al respecto considera GARCÍA DE ENTERRÍA, J. que “no es infrecuente presentar a las OPAs hostiles o inamistosas como un mecanismo que respondería a concepciones de la empresa propias de otros sistemas económicos y que, en consecuencia, sería de difícil encaje dentro de la cultura y de las pautas empresariales imperantes en nuestro país”. Ob. cit., p. 682.

<sup>(30)</sup> A finales de 1987 el Banco de Bilbao lanza una OPA hostil sobre Banesto, en la que participó el grupo Ibercorp (a cuyo frente estaba De La Concha). Esta maniobra se vio en principio favorecida desde dentro por un administrador (López de Letona), pero el resto del Consejo de Administración de Banesto la rechaza. Sin darles respiro, desde Cartera Central, Alberto Alcocer y Alberto Cortina intentan quedarse con ambos Bancos en una fusión Central-Banesto, pero los consejeros de este últimos se reorganizan en torno a Mario Conde consiguiendo frustrar el asalto.

sigue siendo el aspecto que más choca de esta figura, y los perfiles agresivos de las operaciones de toma de control siguen identificándose con una falta de honestidad empresarial <sup>(31)</sup>. Prueba de ello es el escaso número de operaciones de esta naturaleza desarrolladas en nuestros mercados <sup>(32)</sup>.

Normalmente, los adquirentes antes de lanzar la OPA suelen mantener contactos con los principales accionistas de la empresa afectada a fin de garantizarse el éxito de la operación, llevando a cabo acuerdos confidenciales, ya sea de no competencia, de distribución de cargos o de indemnización por incumplimiento. Estos acuerdos se ven, por otra parte, favorecidos por el elevado grado de concentración de la propiedad de las empresas cotizadas, en contraposición a la propiedad accionarial mucho más dispersa que predomina en los mercados anglosajones. Y puesto que los oferentes son conscientes de que sin el acuerdo del grupo de control es prácticamente imposible que una OPA tenga éxito, siempre tenderán a entablar una negociación con los accionistas del grupo mayoritario, que les llevará a introducir mejoras en la oferta. De esta manera, se formulan OPAs, inicialmente hostiles que luego se convierten en amistosas tras la mejora del precio o la elevación del número de acciones ofrecido en la oferta. En otras ocasiones es la propia sociedad afectada quien busca un comprador de sus acciones, negociando con él las condiciones de la venta, que finalmente se instrumentará a través de una OPA <sup>(33)</sup>. Por el contrario, son escasas las operaciones realmente hostiles, —éste es el caso de la OPA de Astrim y Quarta Ibérica sobre Metrovacesa y la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola, ambas

---

(31) Reflejo de este fenómeno son las manifestaciones del presidente de la CNE (Comisión Nacional de la Energía), de las que se ha hecho eco la prensa (*El País*, miércoles, 14 de mayo de 2003), en las que defiende que cualquier operación en el sector energético que afecte a actividades reguladas (transporte y distribución) debe ser sometido a condiciones pactadas con el regulador. En la práctica, admitió Pedro Meroño, la doctrina de la CNE supone cerrar el paso a operaciones hostiles y favorecer, en todo caso, fusiones amistosas consultadas con el regulador. El Presidente defendió el veto a la OPA de Gas Natural.

(32) El número de OPAs hostiles durante el período examinado apenas representa el 9% de las ofertas realizadas. En total cuatro operaciones hostiles, de las cuales sólo dos han tenido un resultado positivo (la OPA de “NH Hoteles” sobre Promociones Eurobuilding en 1997, y la OPA de Grupo Ferrovial sobre ESSA en 1998. Por el contrario tuvo un resultado negativo la OPA de ASTRIM y Quarta Ibérica sobre Metrovacesa en febrero de 2003, al ser aceptada por un número de acciones representativas del 23’23% del capital social de Metrovacesa, y no haber alcanzado el límite mínimo fijado por los oferentes, consistente en acciones representativas del 50% del capital social. También quedó frustrada la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola de 2003 al ser finalmente retirada la OPA por el oferente.

(33) Es el caso de la OPA formulada por “NH Hoteles” sobre Promociones Eurobuilding en 1997, donde la sociedad Eurobuilding había pactado con otra sociedad la transmisión de sus acciones mediante OPA, aunque finalmente la OPA de “NH Hoteles” hizo desistir de la compra al primer oferente.

formuladas en 2003—, donde las diferencias entre los órganos gestores de ambas sociedades se mantienen hasta el final y son los accionistas los únicos encargados en decidir el resultado de la OPA.

En nuestra opinión, estamos ante un factor sobre el que sí podría influirse de forma decisiva mediante una modificación en los hábitos de los operadores financieros y las reformas legislativas oportunas para intentar que la OPA hostil recupere cierta legitimidad en el ámbito empresarial español. En primer lugar, consideramos oportuno modificar la propia terminología de “OPA hostil” empleada por la doctrina y las propias sociedades implicadas por otra más ajustada a la realidad a que se intenta hacer referencia con este vocablo, ya que la palabra “hostil” puede resultar equívoca para los accionistas a quienes se dirige la oferta. La “hostilidad” podrá serlo frente a los gestores de la sociedad afectada, pero no lo es, en ningún caso, frente a los accionistas titulares de los valores. En efecto, estamos ante una propuesta de adquisición de acciones que los accionistas voluntariamente podrán aceptar, y en ésta, normalmente, se les ofrece la posibilidad de vender sus títulos a un precio superior a la cotización de mercado<sup>(34)</sup>. No parece pues, que ésta sea una situación de la que se desprenda demasiada “hostilidad” para los accionistas.

Pero además, tampoco parece que deba existir necesariamente “hostilidad” respecto de las instancias gestoras de la sociedad afectada, ya que la OPA no tiene por finalidad llevar a cabo un acto agresivo frente a ellos, sino en beneficio del interés social, lo que a veces da lugar a la destitución de los administradores de la sociedad afectada y al lógico desacuerdo de éstos. Y es precisamente la prioridad que el legislador reserva a la consecución e inmutabilidad del “interés social” de la sociedad afectada, lo que justifica que se permita al oferente prescindir de la posible discordancia del equipo gestor de la sociedad afectada. En definitiva, la presentación de una OPA hostil, lejos de perjudicar el “interés social” de la sociedad afectada, lo fortalece, permitiendo que sean directamente los accionistas los que decidan sobre el destino de sus valo-

---

<sup>(34)</sup> Como afirma GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “De ahí que pueda afirmarse que la habitual caracterización que suele trascender de la sociedad afectada como víctima de un supuesto ataque o agresión por parte del oferente con intenciones cuasi-bélicas resulte, cuando menos, sumamente engañosa”. Este cambio en cuanto a la concepción de la OPA hostil en el ámbito empresarial ha tenido lugar en Estados Unidos, siendo éste el país donde posteriormente las operaciones hostiles de toma de control han alcanzado un mayor apogeo. Como pone de manifiesto el autor, “Aunque hoy estas ‘batallas empresariales’ pueden verse como consustanciales al modelo económico norteamericano, el hecho es que hasta 1975 ningún banco de inversiones de dicho país aceptó intervenir en adquisiciones realizadas de forma inamistosa, sin el consentimiento de los administradores de la sociedad adquirida, y que los primeros empresarios que se sirvieron de este instrumento fueron objeto de las más duras condenas y censuras por parte del mundo empresarial”. Ob. cit., pp. 686 y ss. GOWER, “Some contrasts between British and American Corporation Law”, *Harvard Law Review*, núm. 69, 1956, p. 1396.

res, con independencia del acuerdo de los órganos directivos de la sociedad a la que pertenecen.

Además la figura de la OPA hostil, no sólo protege el interés social de forma directa, sino también de forma indirecta. Su mera existencia obligará a los administradores de una sociedad a atender de forma preferente, los intereses de los accionistas, y ante una posible propuesta de fusión formulada por otra sociedad, los administradores de la sociedad atenderán prioritariamente los intereses de los accionistas, para evitar la posibilidad de que el oferente pueda dirigir su propuesta directamente a los socios a través de la formulación de una OPA <sup>(35)</sup>.

Con la figura de la “OPA hostil” se produce, a nuestro modo de ver, una “democratización de las sociedades”, ya que se da una preponderancia al interés social reflejado en el interés de los accionistas, siendo éstos los que en última instancia van a decidir sobre los cambios de control en la sociedad. No obstante, para que la figura de la “OPA hostil” despliegue toda su eficacia, tanto directa como indirecta, es necesario que se produzca un cambio sociológico y cultural en nuestro país, y que, —como anteriormente ha sucedido en otros países del ámbito anglosajón— deje de contemplarse la “OPA hostil” como un acto de “sabotaje societario” y se resalte la trascendental función económica y de tutela de los pequeños accionistas que esta figura cumple. El desarrollo y consolidación del fenómeno de la OPA como instrumento de control e integración de empresas, precisa del convencimiento generalizado de que las OPAs hostiles son actuaciones aceptables en el ámbito económico y empresarial. En la mayoría de los países europeos de nuestro entorno, este cambio en la concepción de la OPA, se ha iniciado a raíz de una operación hostil por la que se lleva a cabo un cambio de control en una gran sociedad, como es el caso de la OPA sobre *Saint Gobain* en Francia, la de *Bastogi* en Italia, o la de *Continental* en Alemania. Todas ellas fueron seguidas de fuertes reacciones sociales y económicas, que posteriormente se fueron apaciguando, dándose una mayor preponderancia al principio de tutela de los pequeños accionistas y asumiendo la figura de la OPA hostil con una mayor normalidad. En España, la OPA de Banesto, aunque produjo una fuerte reacción en el ámbito empresarial, no ha producido a largo plazo el mismo efecto que en nuestros vecinos extranjeros, quizá debido a que la operación no culminó con éxito; lo que ha determinado que el cambio cultu-

---

(35) Afirma GARCÍA DE ENTERRÍA, J. que “El hecho de que muchas sociedades acuerden fusionarse como consecuencia de un ‘abrazo de oso’, o *bear hug*, por parte de otra sociedad, que negocia reservándose de forma explícita la posibilidad de sortear una actitud desfavorable de los administradores de la sociedad afectada acudiendo al procedimiento de la OPA. *El control...*, cit., p. 684.

ral y sociológico respecto de la OPA, como instrumento para articular un cambio de control haya quedado “ralentizado” en nuestro país.

Es cierto que las OPAs hostiles no requieren un cambio en las reglas, sino un cambio en la cultura; pero el legislador español no puede quedarse cruzado de brazos esperando que esto ocurra. Estamos ante un momento inmejorable para dar un giro a nuestra normativa de OPAs, una vez que la aprobación de la Directiva comunitaria sobre OPAs ya es un hecho. Para afrontar con éxito este proceso de cambio en la concepción social de la “OPA hostil”, y dotar a la figura de nuevos perfiles exentos de rasgos conflictivos, sustituyéndolos por otros asociados a la tutela de los pequeños accionistas y del interés social, la futura doctrina, los operadores económicos y la prensa deberán comenzar por desterrar el término “hostil” y referirse a esta circunstancia utilizando otra terminología más acorde a la realidad que se intenta definir, como pudiera ser la de “OPA sin el acuerdo del órgano administrativo de la sociedad afectada”, o, si se prefiere un término más corto, la de “OPA unilateral” o “de iniciativa unilateral”, que jurídicamente puede asociarse a una parte, frente a la bilateral, ligada al acuerdo o convenida entre dos partes.

Además de esta corrección “terminológica”, la futura normativa española sobre OPAs deberá afrontar un cambio sustantivo en relación al “Informe del órgano de administración de la sociedad afectada”, regulado en el actual artículo 20 del Real Decreto 1197/1991, que modifique la trascendencia y significación que dicho “informe” tiene sobre la oferta pública de adquisición. En nuestra opinión, el contenido del Informe, aportado por los administradores de la sociedad afectada, deberá versar sobre datos objetivos referidos a la situación financiero-contable de la sociedad, la existencia de acuerdos entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla, o sobre cualquier otro dato objetivo ajeno a la sociedad, que tenga una relación directa o indirecta con la oferta que se propone a los accionistas. Sin embargo, el actual artículo 20, no sólo permite, sino que obliga a que el citado informe contenga “la opinión de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada respecto a la oferta, y la intención de aceptar la oferta por aquellos que sean titulares de valores afectados”. Esta facultad deja abierta la puerta para que los administradores de las sociedades afectadas por OPAs no negociadas procedan a descalificarlas, aportando datos poco objetivos y subrayando su supuesta hostilidad o conflictividad respecto de los intereses de la sociedad afectada. Al permitir que los administradores de la sociedad afectada manifiesten su opinión respecto de la oferta, se les está permitiendo que jueguen con el factor emocional de los accionistas, consiguiendo en ocasiones deslegitimar la operación de cara a la opinión pública. A nuestro entender, el contenido del informe del órgano administrativo debe fundamentarse en criterios objetivos o informaciones no aportadas por el oferente en el documento de oferta, para que sean los accionistas quienes, tras una valoración de toda la

información suministrada por ambas partes, decidan sobre su adhesión a la oferta. En definitiva, la protección del accionista vía-información es la mejor manera de proteger sus intereses <sup>(36)</sup>, permitiendo que sea él mismo quien decida sobre la operación, al margen de las opiniones —posiblemente desenfocadas o subjetivas— de los administradores.

### III. LOS OBSTÁCULOS TÉCNICOS

El desarrollo de un mercado de control se ha visto asimismo obstaculizado por una serie de barreras técnicas, insitas en la propia regulación sobre OPAs y en la de comunicación de participaciones significativas. Y aunque bien es verdad que dichos obstáculos o barreras de carácter técnico, han revestido mucha menor importancia en la insuficiente configuración de un mercado de control en nuestro país que las causas de índole estructural <sup>(37)</sup>, no por ello debe quedar desatendido este sector, puesto que es precisamente a través de la legislación y sus reformas como se obtiene el instrumento que más puede coadyuvar en la configuración de la OPA como mecanismo de control societario. Consciente de la existencia de estas barreras y del entorpecimiento que generan para el desarrollo de un mercado único, la Comisión Europea inicia una labor legislativa que culmina en la aprobación de sendas Directivas (Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores; y la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición). Con ellas se da un paso importante en la remoción de estas barreras, que se consolidará con la flexibilización del régimen armonizado de las acciones propias y recíprocas, una vez que se apruebe la Propuesta de II Directiva de sociedades.

En España, la normativa sobre OPAs (y su opción en favor de la OPA parcial, obligatoria y *a priori*), junto con la divulgación obligatoria de participaciones significativas, ha constituido una barrera técnica adicional para el desarrollo del mercado de control, resultando decisivas en las operaciones encami-

---

<sup>(36)</sup> Sobre la protección vía-información del inversor, véase TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *Oferta Pública de suscripción: un enfoque contractual*, Madrid, 2003, pp. 241 y ss.

<sup>(37)</sup> También en Italia y Francia han tenido un mayor protagonismo los obstáculos de tipo estructural, como la escasa capitalización bursátil, la propiedad bancaria y familiar, y las participaciones recíprocas. Por el contrario, en Alemania han revestido una mayor importancia las barreras técnicas, como los límites al porcentaje de votos ejercitable por cada accionista, las mayorías cualificadas para ciertas decisiones societarias, o el empleo de acciones especiales, como las acciones sin voto, acciones con voto plural o las dotadas con la facultad de nombrar a los administradores. Al respecto, ARRUÑADA, B., ob. cit., pp. 41 y ss.

nadas a tomar el control, las normas que rigen las obligaciones de informar y publicar las participaciones accionariales significativas, la obligación de formular una OPA total o parcial para acceder al control de una sociedad, la permisividad de ciertas medidas anti-OPA, o la discrecionalidad con que se han concebido las facultades del órgano supervisor del mercado; son factores que, sumados a los de tipo estructural han impedido el éxito de la OPA como mecanismo de toma de control en sociedades de cierto tamaño. A continuación pasamos a analizar cada uno de estos aspectos por separado.

### **1. Los deberes de comunicación de adquisición o cesión de participaciones significativas**

Si seguimos la secuencia temporal habitual de las operaciones de toma de control, el deber de comunicar la adquisición o cesión de participaciones significativas a la sociedad participada, a la CNMV y al Mercado, es la primera regulación a que están sujetas estas operaciones de toma de control en las sociedades cotizadas. El artículo 53 de la LMV y su desarrollo por el RD 377/1991 (artículo 1), determinan que esta obligación impuesta al sujeto partícipe (o partícipes) afecta a todos los movimientos que alcancen o superen el porcentaje del cinco por ciento. Con esta disciplina, el legislador español introduce un importante “mecanismo de transparencia del mercado” (según se declara en los párrafos segundo y tercero del RD 377/1991), cuya finalidad es la de informar a los inversores de las participaciones importantes en el capital de las sociedades cotizadas y de sus modificaciones. La Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, en la que se integró la anterior Directiva 88/627/CEE y todas las relativas a los deberes de transparencia impuestos a las sociedades cotizadas en algún Mercado regulado, establece obligaciones similares en su artículo 89, al exigir la comunicación a partir del porcentaje del cinco por ciento, porcentaje igualmente referido en la Propuesta 2003/0045(COD), de 23 de marzo<sup>(38)</sup>. En el Derecho comparado se nos muestra, sin embargo, toda una variedad de porcentajes, reflejo de las diferentes posturas mantenidas en los planteamientos de política jurídica y empresarial sobre participaciones significativas. Así, mientras el artículo 120.2 del Texto Único italiano se refiere al porcentaje del dos por ciento para las participaciones en sociedades cuyas ac-

---

(38) Pero, como ha manifestado FLORES DOÑA, M.S. “Esta similitud es sólo aparente, por cuanto que la interpretación literal de la referencia exclusiva al porcentaje de capital en el texto español frente a la indiferencia de que sea de capital o de votos en el precepto comunitario, puede conducir a resultados divergentes”, en “Los distintos contenidos y efectos del concepto de participación significativa”, *RdS*, núm. 22, 2004-1, pp. 58 y ss.

ciones cotizan en Bolsa, en el Reino Unido el deber de comunicación aflora a partir del tres por ciento (s. 198, C.A.), y en Alemania y Francia, a partir del cinco por ciento (§ 21 WpHG y art. L.233-6 del CCo francés).

La consecuencia fundamental que, en relación a la figura de la OPA, se deriva de la obligación de comunicar la toma inicial de participaciones significativas en el capital de las sociedades cotizadas es la eliminación del factor sorpresa en las operaciones de toma de control. De esta manera, se facilita la preparación de medidas anti-OPA y de defensa por los administradores de la sociedad afectada. En este contexto se produce una confluencia de intereses, en cuyo difícil equilibrio ha de situarse la tarea legislativa, decidiendo cuál de los intereses ha de primar en la construcción técnica de la disciplina. Por un lado, se sitúa el derecho de información de los inversores sobre las participaciones significativas y sobre las participaciones en los derechos de voto, en cuanto mecanismo que les permite conocer las posiciones de poder en las sociedades cotizadas, lo que se traduce en un fortalecimiento de la confianza en el mercado<sup>(39)</sup>. Incluso, los potenciales oferentes pueden verse beneficiados de esta transparencia informativa, ya que un conocimiento exhaustivo sobre la composición real del accionariado, grado de dispersión y titularidad puede permitirles hacer una estimación más exacta de sus posibilidades de éxito<sup>(40)</sup>. Del otro lado, se sitúa el interés “de secreto” del titular de la participación significativa y potencial oferente en una futura OPA. Y la cuestión se oscurece aún más cuando se actúa en el plano de los Mercados Internacionales, donde se pone en juego la propia existencia de las relaciones de filiación entre las empresas de los distintos países. Ante esta confrontación de intereses encuentran plena justificación las excepciones al deber absoluto de comunicación del sujeto partícipe de su participación accionarial, debiendo considerarse que existen razones de interés público o grave perjuicio a la sociedad que así lo autorizan, conforme al artículo 95 de la Directiva 2001/34/CEE y al artículo 10.2 del RD 377/1991<sup>(41)</sup>. Basándonos en esta excepción que persigue proteger el tejido empresarial de las Economías nacionales, sería a nuestro juicio deseable que, se ampliase el plazo en que

---

(39) Al respecto, FLORES DOÑA, M.S., ob. cit., pp. 55 y ss.

(40) En este sentido, ARRUÑADA, B., ob. cit., p. 44.

(41) Esto es lo que, con gran acierto, FLORES DOÑA, M.S. denomina “transparencia razonable”. Continúa argumentando la autora que “en este contexto, la ‘amplia información pública’, que requeriría la recurrente idea de la expresión ‘transparencia de los Mercados’, debe sacrificarse a favor de la necesaria ‘viabilidad’ y ‘estabilidad’ del tejido empresarial, que constituye la base de las Economías nacionales y que se vería seriamente cuestionada en la liberalización del mercado de control de las empresas, a favor de las competidoras más ‘agresivas’ y libres de ‘prejuicios ideológicos’ a que conduciría una amplia información pública de las posiciones existentes en el seno de las sociedades cotizadas”, ob. cit., pp. 55 y ss.

ha de llevarse a cabo por el sujeto partícipe el deber de comunicación obligatoria de participaciones significativas. La dilatación del plazo de comunicación no supondría una vulneración sustancial del universal principio de “transparencia de los Mercados”, ya que el partícipe no quedaría liberado de la obligación de información, pero la mayor amplitud en los plazos permitiría que el interés “de secreto” de éste quedase durante dicho plazo también tutelado.

## **2. La normativa sobre OPA en España**

### **A) La opción en favor de la OPA parcial para acceder al control**

Contrariamente a lo que ha sido nota general en el Derecho comparado y en el Derecho unionista proyectado, la normativa española sobre OPAs, contenida en el RD 1197/1991 por el que se desarrollan los principios establecidos en el artículo 60 de la LMV de 1988, y con anterioridad a éste los RRDD de 1980 y 1984 <sup>(42)</sup>, ha optado desde sus inicios por el modelo de OPA parcial para acceder al control de una sociedad. El hecho causa extrañeza si se tiene en cuenta que el RD 1197/1991 se redactó teniendo muy en cuenta la Propuesta de Directiva Comunitaria de 1989, que entonces se estaba discutiendo <sup>(43)</sup>, cuyo sustrato ideológico se concretaba en el carácter obligatorio, previo y total de la OPA. Es

---

<sup>(42)</sup> El RD 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición, contiene en su artículo 2 una OPA parcial del 10% del capital de la sociedad cuando se pretenda alcanzar una participación significativa en el capital del 25% o más del capital de una sociedad o cuando, comprendiendo un porcentaje inferior, permita alcanzar o superar dicho porcentaje al añadirse a la participación previamente adquirida. Además contiene una OPA total de modificación de estatutos (artículo 3.1) y una OPA parcial de exclusión de la cotización oficial condicionada (artículo 3.3). El RD 279/1984, de 25 de enero, sobre OPAs, contiene una OPA parcial de un 6% del capital en caso de toma de participación significativa igual o superior al 25% (artículo 2), junto con dos OPAs totales de modificación de estatutos y de exclusión de la cotización oficial (artículo 3).

<sup>(43)</sup> La Propuesta de la Decimotercera Directiva sobre OPAs de 19 de enero de 1989 formó parte, junto con otra dos (las Propuestas de Segunda y Quinta Directivas sobre Derecho de Sociedades) de una iniciativa única en orden a la creación de un mercado de control societario. Sin embargo, esta Propuesta de Directiva, concebida como un ambicioso proyecto tendente a establecer una regulación pormenorizada de las obligaciones informativas del oferente, siempre dentro de un sistema de OPA obligatoria como único medio para alcanzar el control de una sociedad, no llegó a aprobarse debido a las reticencias manifestadas por algunos países de la UE, entre ellos Alemania; por lo que en junio de 1991 se suspenden las negociaciones. Un estudio más detallado del Proyecto de Directiva de 1989 puede encontrarse en ESTEBAN VELASCO, G., “Eliminación de obstáculos a las OPAs: propuestas de modificación a la Segunda Directiva y de la Propuesta Modificada de Quinta Directiva de Derecho de Sociedades”, *RDBB*, núm. 40, 1990, pp. 948 y ss.; HOPT-KLAUS, J., “Reglamentación europea sobre ofertas públicas de adquisición”, en *La lucha por el control de la grandes sociedades*, Bilbao, 1992, pp. 28 y ss.;

decir, toda persona que quisiera adquirir el control de una sociedad cotizada debía, necesariamente y antes de comprar el paquete de control, extender una oferta en términos igualitarios a todos los accionistas. Sin embargo, el RD 1197/1991 incorpora la OPA obligatoria y previa, pero no la OPA total, admitiendo no sólo la OPA parcial, sino muy parcial, referida al 10% del capital si se pretende adquirir menos del 50%, y de al menos el 75% si se pretende adquirir más del 50% del capital (artículo 1). La justificación para esta desviación respecto del modelo comunitario proyectado residió en el convencimiento de que permitiendo que las ofertas no se hiciesen por el total del capital se facilitaba la tarea de los oferentes españoles, a quienes se consideraba con menores recursos financieros que sus rivales extranjeros. La exigencia de OPA total suponía un encarecimiento desmesurado de los cambios de control societario y sólo a los grandes grupos extranjeros se les suponía con la capacidad suficiente para financiar estas operaciones de gran envergadura<sup>(44)</sup>.

La extrañeza sobre la decisión del legislador español de implantar el sistema de OPA parcial se incrementa si volvemos la vista a las opciones que el Derecho comparado ha ofrecido. En el Reino Unido, modelo sobre el que se inspira nuestra legislación de OPAs, salvando las distancias en cuanto al instrumento regulatorio elegido —que como es sabido no se basa en una imposición legal, sino en un recomendación de carácter voluntario, el *City Code on Take-Overs and Mergers*—, la OPA es obligatoria y total, y se desencadena siempre que el adquirente sobrepase el umbral del 30% del capital social<sup>(45)</sup>. En el sistema inglés, donde no existe normativa sobre grupos de sociedades, la protección del accionista minoritario se ha articulado a través del sistema de OPA

---

WYMEERSCH, E., “Las ofertas públicas de adquisición. Visión crítica”, en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, pp. 52 y ss.; ARRANZ PUMAR, G., “El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición y la normativa española. Un enfoque comparado”, en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, pp. 67 y ss.

(44) Al respecto, FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., ob. cit., p. 40; ARRUÑADA, B., op. cit., p. 46.

(45) En la 9.ª Regla del 10.º Principio del *Code*, bajo el rótulo “La oferta obligatoria y sus condiciones” se concretan dos supuestos, perfectamente delimitados, en que surge la obligación de formular una OPA. En primer lugar, la OPA es obligatoria siempre que una persona adquiera, a través de una o varias operaciones, acciones que, unidas a las poseídas o adquiridas por otra persona actuando en concierto con ella, otorguen el 30% o más de los derechos de voto de una sociedad. El segundo supuesto en que la OPA se hace obligada acontece cuando una persona que, junto a otras que actúan en concierto con ella, es titular de no menos del 30% y no más del 50% de los derechos de voto sociales, y tal persona, o las que actúan en concierto con ella, adquieran acciones que incrementen el porcentaje de derechos de voto. En ambos casos, el adquirente deberá dirigir una OPA a todos los accionistas conforme a las Reglas 9.3, 9.4 y 9.5 por el precio más alto que haya satisfecho el oferente o cualquier persona que haya actuado en concierto con él durante el período de oferta y en los doce meses anteriores a su comienzo.

total, como una manifestación del principio de igualdad de trato para los accionistas <sup>(46)</sup>. El oferente está obligado a realizar una OPA total, para dar a todos los accionistas, sin necesidad de prorrateo, la posibilidad de desinvertir, pues de lo contrario, los pequeños accionistas saldrían muy perjudicados en toda toma de control.

El derecho alemán, aunque bajo unos parámetros totalmente distintos al inglés, también ha coincidido con éste en la opción en favor de la OPA total para adquirir el control, tanto durante los períodos en que ha carecido de norma legal, estando vigentes los Códigos de Conducta de 1979 <sup>(47)</sup> y 1995 <sup>(48)</sup>, como

---

<sup>(46)</sup> En la última versión del *City Code* hasta el momento de 2002, el principio de igualdad de trato sigue siendo el primer *General Principle* con el que se abre el *Code*, al establecer que “todos los accionistas de la misma clase de la sociedad afectada deben recibir un trato equivalente por parte del oferente”. Este principio encuentra una aplicación rigurosa en el décimo principio general del *Code*, al imponerse el mecanismo de la OPA con carácter obligatorio en cualquier supuesto de toma de control de una sociedad abierta o bursátil, debiendo además formularse la OPA bajo unas mismas condiciones para todos los accionistas, evitando así cualquier disparidad de trato durante el propio proceso de adquisición. El fundamento de este sistema de OPA obligatoria y total se encuentra básicamente en consideraciones de dos tipos: por un lado, permitir que los accionistas minoritarios puedan participar de la prima o sobreprecio que habitualmente experimentan las acciones en los procesos de toma de control de las grandes sociedades, evitando que la prima de control recaiga exclusivamente sobre los accionistas de mayor entidad; por otro lado, el otorgamiento a los accionistas minoritarios de la posibilidad de poder separarse de la sociedad afectada cuando se produzca un cambio de control, debido a la incidencia que sobre la gestión social pueda tener este cambio. Al respecto puede verse GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996, pp. 43 y ss.

<sup>(47)</sup> En enero de 1979 se aprueban las “Líneas maestras para las ofertas públicas de adquisición voluntarias de compra y permuta (*Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf –und Umtauschangebote bzw Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw Erwerbsrechten, –LSÜbernahmeangebote–*)”, en las que se detalla el contenido informativo que todo oferente debe hacer público con carácter previo o simultáneo a la presentación de su OPA. Estas recomendaciones no imponían la OPA como mecanismo exclusivo, estando permitida la adquisición de paquetes de acciones a los accionista de control, al margen de la oferta. Al respecto, puede verse ASSMANN-BASALDUA-BOZENHARDT-PELTZER, *Übernahmeangebote*, Berlín-New York, 1990, pp. 39 y ss.; BAUMMACH-DUDEN-HOPT, “Übernahmeangebote”, *Handelsgesetzbuch* (HGB), München, 1987, pp. 1343 y ss.

<sup>(48)</sup> El *Übernahmekodex* de 14 de julio de 1995 (*Verhaltensregeln für Freiwillige öffentliche Übernahmeangebote*) actualiza las líneas maestras de 1979 siguiendo los criterios de la Propuesta de Directiva sobre OPA presentada por la Comisión en 1995 y aprobada por el Consejo en 1996, pero no convierte la OPA en instrumento obligatorio, ni tiene previsto que en tal caso, la oferta se someta a la supervisión previa de la Comisión, a diferencia del Código suizo de OPAs de 1 de mayo de 1991 que obliga a quienes previamente hayan admitido vincularse al mismo a comunicar el contenido de la oferta a la Comisión de Regulación suiza para que verifique su contenido. El Código alemán únicamente recomienda a las partes interesadas en

posteriormente, tras la publicación de la Ley de OPAs alemana de 22 de diciembre de 2001. El ordenamiento alemán, caracterizado por la escasa trascendencia que han tenido en este país las operaciones de cambio de control, ha desarrollado sin embargo, una extensa normativa sobre grupos de sociedades, que protege a los socios minoritarios de la empresa adquirida. Los Códigos de Conducta vienen únicamente a completar la regulación sobre la protección de los socios minoritarios en caso de adquisición del control de la sociedad, a través de simples recomendaciones realizadas por una Comisión de naturaleza privada a los oferentes interesados en seguir estas normas de conducta. No obstante, el Código de 1995 afirma expresamente la necesidad de formular una OPA total sobre el resto de valores de la sociedad afectada por quien haya obtenido el control sobre la misma (§ 16).

Tras la aprobación en Alemania de la WpÜG (*Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz*) en diciembre de 2001 se instaura el modelo de OPA obligatoria y total cuando se adquiere el 30% o más de los derechos de voto de una sociedad cotizada (§ 35), a la vez que se prohíben expresamente las ofertas parciales (§ 32)<sup>(49)</sup>.

En los países latinos, aunque sus primeras normativas sobre OPAs admiten supuestos de OPA parcial, su aplicación en la realidad puso de manifiesto que la existencia de OPAs parciales traicionaba la propia *ratio legis* de la ley —protección de los accionistas minoritarios—, y por ello las reformas consolidan el modelo de OPA total con sus propios matices. En Italia, si bien en su normativa inicial contenida en la Ley de 18 de febrero de 1992, núm. 149 se admitió la OPA parcial para adquirir el control<sup>(50)</sup>, el Texto Único de las disposiciones en

---

atenerse al mismo para el desarrollo de la OPA, que proporcionen las mismas informaciones a todos los propietarios de títulos que sean objeto de la oferta. Al respecto, DI MARCO, G., “OPA. Nuove regole di autodisciplina in Germania”, *Le società*, núm. 12, 1995, pp. 1633 y ss.; PIETRA, E., “La disciplina de la oferta pública de adquisición (OPA) en Suiza”, *RDBB*, 1994-I, pp. 89 y ss.

(49) El § 32 de la WpÜG, bajo el rótulo “prohibición de ofertas parciales” señala que “Sin perjuicio de las previsiones del artículo 24, está prohibida una OPA voluntaria que se extienda sólo a una parte de las acciones de la sociedad afectada”. Al respecto, TAPIA SÁNCHEZ, M.R., “Introducción y traducción de la Ley alemana sobre OPAs-Ley de oferta de adquisición de valores (*Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*), (WpÜG), publicada el 22 de diciembre de 2001 (BGBl, núm. 72, parte 1.ª, pp. 3822 y ss.)”, *RdS*, núm. 19, 2002-2, pp. 319 y ss.

(50) El artículo 10.1 de la Ley italiana 149/1992 establece que “quien pretenda adquirir directa o indirectamente, por el trámite de persona interpuesta..., el control de una sociedad cotizada en bolsa o admitida en la negociación de un mercado regulado deberá promover una OPA relativa a las acciones con derecho de voto en la asamblea ordinaria de la sociedad o

materia de intermediación financiera, aprobado por DL de 24 de febrero de 1998, núm. 58 determina un supuesto de OPA obligatoria y total, referido a la adquisición del control en sociedades cotizadas. La denominada “OPA *totalitaria*”, obliga a quien hubiese adquirido a título oneroso una participación superior al 30% en el capital de una sociedad cotizada, a promover una OPA sobre la totalidad de las acciones ordinarias, salvo en determinados supuestos excepciones detallados en la ley <sup>(51)</sup>; de donde se deduce que hasta el 30% de las adquisiciones son libres, sea cual sea el medio empleado para su adquisición (artículo 106). En el supuesto de “OPA *preventiva*” se obliga, a quien hubiese superado la anterior participación del 30%, a promover una OPA, sobre al menos el 60% de las acciones ordinarias de la sociedad afectada, previo consentimiento de los socios que posean la mayoría de las acciones ordinarias, excluyendo del cómputo las participaciones ya detentadas (artículo 107).

En Francia, la normativa de cesión de bloques de control surge por Decreto de 6 de marzo de 1973, a través del cual se introduce el principio de igualdad de trato en las cesiones de control de sociedades admitidas a cotización oficial o inscritas en el *Hors Cote* <sup>(52)</sup>. No obstante, cuando para adquirir el control de una sociedad cotizada se elegía el camino de la OPA, ésta podía ser parcial fijando el adquirente el máximo de títulos que se comprometía a adquirir, some-

---

representativos del derecho a suscribir o adquirir las mismas acciones. La oferta deberá dirigirse, al menos, a una cantidad de títulos que permita adquirir el control de la sociedad, respetando siempre la cantidad mínima prescrita en el artículo 18.1”. Dicho porcentaje es del 10%. Sobre esta primera fase de la OPA en Italia, que arranca de la Ley 216/1974 (artículo 18), aunque en ésta la OPA no tenía una regulación específica puede verse en NICCOLINI, “Le offerte pubbliche d’acquisto (OPA)”, *Riv. Dir. Civ.*, 1974-II, p. 613.

(51) Las excepciones se refieren a intervenciones para solventar una crisis societaria o a cambios de una participación en el interior de un grupo, y se encuentran en los apartados 4.º y 5.º del artículo 106 del TU y en el artículo 49 del Reglamento aprobado por Acuerdo de la CONSOB núm. 11971, de 14 de mayo de 1999. Al respecto, QUATRARO-PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Milán, 2000, pp. 20 y ss.; COTTINO, G., y WEIGMANN, R., “Primeras impresiones sobre el nuevo Texto Único italiano de las disposiciones en materia de mercados financieros” (traducción de Colino Mediavilla, J.L.), *RdS*, núm. 10, 1998, pp. 189 y ss.; MONTALENTI, “OPA: la nuova disciplina”, *BBTC*, núm. 2, 1999, pp. 150 y ss.; PRESTI, G., “OPA: nuove regole in attesa di una riforma legislativa”, *Le Società*, núm. 6, 2000, pp. 655 y ss.; CARBONETTI, F., “La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto”, *Riv. Soc.*, núm. 5, 1998, pp. 1352 y ss.

(52) Conforme a esta normativa, quien pretenda adquirir un bloque de control (40% del capital de una sociedad cotizada) deberá formular una OPA; pero si ya había adquirido el control previamente, —por contar con la autorización de la Cámara Sindical— está obligado a formular una oferta, por la que se obliga a adquirir en Bolsa todos los títulos que se le presenten durante quince sesiones, al precio de adquisición del control.

tiendo a prorrateo el exceso de aceptaciones, sin que este hecho implicase necesariamente una vulneración del principio de paridad de trato, ya que quedaban fuera de su ámbito de aplicación las adquisiciones de control por compra masiva de acciones en Bolsa. La Ley núm. 89/531, de 2 de agosto de 1989, introduce en Francia —siguiendo las influencias del *City Code* británico— diversas modificaciones a la Ley de 24 de julio de 1966 de sociedades mercantiles, entre ellas la imposición de un sistema de OPA obligatoria y total para los supuestos de cambio y consolidación del control, similares a los supuestos italianos<sup>(53)</sup>. Pero la característica más peculiar del régimen francés de OPA quizá sea la de presentar una alternativa al procedimiento de OPA obligatoria en las operaciones de cambio de control, por la que queda igualmente garantizado el principio de paridad de trato de los accionistas. El *Règlement* del CBV de 1992 prevé un procedimiento conocido como *garantie de cours* en caso de que el adquirente haya obtenido la mitad, al menos, del capital o de los derechos de voto de una sociedad cotizada a través de la compra de un paquete accionario a uno o varios accionistas determinados. En tal caso, el adquirente puede optar por formular una OPA por el procedimiento simplificado o a través del procedimiento de *garantie de cours*, obligándose en este segundo caso a adquirir en bolsa todos los valores que le sean presentados al mismo precio por el que se verificó la cesión de control (artículo 5.3.5). El procedimiento de la *garantie de cours*, para el que se sigue el procedimiento simplificado de OPA, se vincula a una forma concreta de adquisición del paquete accionario, que exige que haya sido adquirido de uno o varios cedentes determinados, mientras que en la OPA es indiferente el medio empleado para adquirir el porcentaje. El *Règlement del Conseil des Marchés Financiers* de 5 de noviembre de 1998 —cuya versión vigente se aprueba por Decreto de 15 de noviembre de 2002, mantiene en lo básico los mismos supuestos de OPA obligatoria (de cambio de control y consolidación de control) y de *garantie de cours* de la etapa anterior, afianzándose en Francia el modelo de OPA obligatoria, total y *a posteriori*, ligada a la adquisición de un porcentaje determinado de los derechos de voto de una sociedad

---

(53) Su desarrollo reglamentario se lleva a cabo por el *Règlement Général du CBV*, de 15 de mayo de 1992. En su artículo 5.4.1 se contempla un supuesto de OPA obligatoria de cambio de control, denominada “OPA la *preventiva*”. El precepto obliga a la formulación de una OPA a toda persona física o jurídica, que actuando sola o en concierto con otras, pretenda detentar más de la tercera parte del capital social o de los derechos de voto de una sociedad cotizada. Junto a éste, el artículo 5.4.4 reglamenta otro supuesto, de consolidación de control (OPA *incremental*), en el que se declara obligatoria la OPA para quien detente, directa o indirectamente, un número de títulos comprendido entre la tercera parte y la mitad del capital social o derechos de voto de una sociedad y se pretenda incrementar esta cifra en una cantidad superior al 2% del capital total en un lapso de tiempo inferior a un año. En ambos supuestos, la OPA afectará a la totalidad de los títulos de capital y a los títulos que den acceso a capital o al derecho de voto.

cotizada <sup>(54)</sup>. En definitiva, tanto en Francia como en Italia se llega al convencimiento de que la existencia de OPAs parciales dejaba en situación de desamparo al accionista minoritario, quien en caso de sobreaceptación de la oferta, y consiguiente prorrateo, se veía forzado a permanecer contra su voluntad como socio minoritario, viendo cómo sus acciones se depreciaban en el mercado <sup>(55)</sup>.

Y precisamente es, la necesidad de mejorar la protección del accionista minoritario en los cambios de control, la principal motivación que ha llevado al legislador español a introducir ciertas medidas correctoras en el régimen jurídico de la OPA a través del RD 432/2003, de 11 de abril, según se declara en la propia Exposición de Motivos de la norma reformadora. El legislador, consciente de que la regulación sobre OPAs incide profundamente sobre las posibilidades de variación de las posiciones de control societario, sobre los mecanismos de reorganización de las estructuras empresariales, y sobre la garantía de igualdad de trato de todos los accionistas, pretende reforzar la protección del accionista minoritario como reacción a las últimas operaciones de cambio en el control de las sociedades, desarrolladas al margen de la participación de los accionistas minoritarios, quienes se han visto privados de participar en las elevadas primas de control abonadas por las sociedades oferentes a los cedentes <sup>(56)</sup>. Ello se debe, no sólo a la permisividad de OPAs parciales en nuestro derecho, sino también a que el RD 1197/1991 no exigía OPA para las compras por debajo del 25%. El RD 432/2003 extiende la obligación de realizar una OPA para quien pretenda adquirir el control de una sociedad sin alcanzar el 50% de su capital, regulando las condiciones objetivas que habrán de tomarse en cuenta para determinar la referida pretensión, tales como el nombramiento, ya sea directo, indirecto o en concierto, de un porcentaje relevante de los miembros de su órgano de administración. Con ello, el RD 432/2003 no sólo no elimina la OPA parcial, sino que crea un nuevo supuesto de OPA parcial (artícu-

---

<sup>(54)</sup> Al respecto, HABIRE-VERGNIERES y otros, “La reforma del régimen legal de las OPAs en Francia”, *RDBB*, núm. 68, 1997, pp. 1417 y ss.; VIANDIER, A., *OPA, OPE, Garantie de cours, retrait, OPV. Droit des offres publiques*, París, 1993; CARREAU y MARTIN, “La réforme du régime juridique des offres publiques”, en *Rev. Soc.*, 1992, pp. 451 y ss.

<sup>(55)</sup> Véase FERNÁNDEZ-ARRESTO, J., ob. cit., pp. 43 y ss.

<sup>(56)</sup> Durante el año 2002 se desembolsaron importantes plusvalías por los compradores a cambio de paquetes de acciones, que aunque no superaban el 25% del capital —y por lo tanto quedaban al margen del procedimiento de la oferta obligatoria—, sí concedían una posición de control en la sociedad. Tal es el caso de SCH que recibió una plusvalía del 60% por la venta del 23'5% de participaciones en Dragados a ACS y del 30% por la venta del 24'5% de Vallehermoso a CASYR. El BBVA recibió el 59% de plusvalía en la venta del 23'9% de acciones de Metrovacesa a BAMI. Puede verse, al respecto, MUÑOZ PÉREZ, A.F., “Nueva propuesta comunitaria sobre régimen de OPAs y reforma del reglamento en nuestro país”, *RdS*, núm. 20, 2003-1, pp. 417 y ss.

lo 1.5 del RD 1197/1991) que se conecta a la intención de designar entre un tercio y la mitad de los consejeros de la sociedad, estando el oferente obligado a lanzar la OPA por el 10% de capital como mínimo. Junto a éste, el RD 432/2003 añade dos nuevos supuestos de OPA totalitaria <sup>(57)</sup>, otros nuevos supuestos de OPA *a posteriori* <sup>(58)</sup>, a la vez que se mantienen algunos de OPA parcial y *a priori* de la etapa anterior, para los casos de toma de control y consolidación del control en una sociedad cotizada (apartados 3.º y 4.º del artículo 1 del RD). El excesivo casuismo y la combinación de supuestos de OPA parcial y total con supuestos de OPA *a posteriori* y *a priori* hace pensar que la reforma de 2003 sobre el RD de OPAs no se ha llevado a cabo siguiendo unos criterios claros desde el plano político-jurídico, ni una sistemática que permita ofrecer una regulación capaz de abarcar todos los supuestos reales. Estamos ante una regulación que se haya causalmente vinculada a operaciones concretas, que atiende los intereses de los grandes operadores financieros, y que en lo básico no ha modificado el régimen de OPAs en España.

Con la aprobación de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPAs, tras un larguísimo proceso negociador, la necesidad de reformar el modelo español de OPA parcial se hace acuciante. La Directiva se decanta por el modelo de OPA obligatoria y total, admitiendo la OPA parcial sólo para las operaciones que no lleven aparejado un cambio de control (artículo 5) <sup>(59)</sup>. El Considerando 9.º de la Directiva obliga a “los EEMM a tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio del control de su sociedad. Dicha protección se garantiza mediante la imposición, a todo comprador

---

(57) En caso de que se pretenda adquirir el 50% o más del capital social o cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, pero se tenga la intención de designar a más de la mitad de los consejeros (artículo 1.6).

(58) Los supuestos de OPA *a posteriori* se vinculan a operaciones de cambio de control según los límites fijados, a fusiones o a adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa (artículo 3).

(59) El artículo 5 de la Directiva 2004/25/CE, bajo la rúbrica “Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo”, señala que “1. Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la que personas que actúen de concierto con ella, venga en posesión de valores de una sociedad a efectos del apartado 1 del artículo 1 tales que, sumados, en su caso, a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen de concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinde así el control de la misma, los Estados Miembros velarán por que dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha oferta se dirigirá cuanto antes a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en el apartado 4”.

que haya adquirido el control de una sociedad, de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores la adquisición de la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común. Los EEMM deben poder establecer medios suplementarios para la protección de los intereses de los titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad”. Con este broche final de la Directiva podemos decir que existe ya un convencimiento generalizado, en el ámbito del derecho comparado y comunitario, de que la OPA parcial para la adquisición del control merece una valoración negativa, pues resulta muy perjudicial a los intereses de los accionistas minoritarios al impedirles abandonar la sociedad o participar de la prima de control<sup>(60)</sup>. El modelo de OPA total para la adquisición de control ha conseguido imponerse en el ámbito comunitario, después de haber desterrado los viejos mitos que le hacían tambalearse, entre ellos el que sostenía que la OPA obligatoria y total podía llevar irremediablemente a una unipersonalidad de las sociedades en nuestro mercado —frente al cual, la mera constatación estadística del escaso número de sociedades cotizadas unipersonales existentes en los mercados en que se impone la OPA total ha sido suficiente para desvirtuar esta afirmación; o el mito que consideraba que la OPA total era una traba a la libre transmisibilidad de las acciones. Tampoco esta afirmación resulta cierta si se tiene en cuenta que los umbrales fijados para la imposición de la obligación de formular una OPA son muy altos, lo que permite mantener una franja porcentual muy elevada, en la que no existe traba a la libre transmisibilidad de las acciones.

Además de lo anterior, el régimen de OPA parcial en España ha descansado durante años sobre una creencia errónea, que considera que la fijación de un sistema de OPA total para la adquisición del control resulta contraria a una agilización del mercado frente al supuesto carácter favorable para los mercados de la OPA parcial. Pero en realidad, la OPA parcial no favorece a los mercados, sino al oferente, que podrá hacerse con una participación de control en una sociedad cotizada realizando una inversión menor a la que le exigiría una OPA total. No obstante, el oferente que adquiere el control de una sociedad a través

---

<sup>(60)</sup> Al respecto, GARCÍA DE ENTERRÍA, *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996, pp. 135 y ss. Para ALONSO UREBA, A. no es la paridad de trato lo que está detrás, sino un criterio de justicia material puramente. El valor de la prima deriva de la confianza prestada por el mercado de los inversores que financió al grupo de control. Resulta de justicia el compartir la prima con quien es parte decisiva en la formación de la misma que es el mercado. Según opinión manifestada por el autor en la conferencia que tuvo lugar el 4 de noviembre de 2004 en el marco del “Seminario sobre OPAs y sociedades cotizadas”, organizado por el área de Derecho Mercantil de la URJC durante el curso 2004/05.

de una OPA parcial, resulta también perjudicado por esta tipología cuando pretende volver a transmitir su paquete de control, ya que la OPA parcial no le garantiza la venta de su total paquete accionarial <sup>(61)</sup>. Por ello, y dado que la mayoría de las sociedades cotizadas españolas tienen accionistas de control, las OPAs parciales no tienen apenas posibilidades de prosperar en los mercados españoles, puesto que un accionista de control rechazará automáticamente toda OPA que no se extienda a la totalidad del capital en circulación.

En definitiva, el carácter parcial de la OPA española hace de ella una especie única en su género, y el RD 432/2003 no ha hecho más que empeorar la panorámica en España, ya que combina supuestos de OPA parcial y totalitaria con supuestos de OPA *a priori* y *a posteriori* sin ninguna sistemática que lo justifique. En este momento, y una vez que la Directiva de OPAs es ya una realidad, es preciso acometer una reforma del modelo y régimen de la OPA en España bajo pretensiones sistemáticas y alejándose del casuismo al que, hasta este momento, la regulación de las OPAs ha estado vinculada en nuestro país.

B) El otorgamiento de un amplio margen de discrecionalidad a la CNMV

La Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPAs deja libertad a los EEMM para que en cada uno de ellos se opte por la “modalidad de control” que ha de ejercitar su respectivo órgano supervisor en el procedimiento de OPA. A tal efecto, la Directiva (artículo 4.1) admite que pueda designarse una o varias autoridades competentes para la supervisión de las ofertas, pudiendo dichas autoridades tener el carácter de un organismo público, o bien estar constituidas por asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. La Directiva únicamente exige, como principio general, el que las autoridades desempeñen sus funciones de forma imparcial e independiente de todas las partes de la oferta (artículo 4.1, *in fine*), y que dichas autoridades dispongan de todos los poderes necesarios para el ejercicio de sus funciones (artículo 4.5). Este amplio margen de maniobrabilidad dejado por el

---

(61) Apunta al respecto FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. que “un régimen de OPA parcial como el español presenta ventajas. Pero la ventaja se diluye si el adquirente del control quiere volver a transmitirlo. En esta segunda transmisión, una nueva OPA parcial no garantiza al grupo de control inicial la venta de su total paquete accionarial (ya que si existe sobredemanda se realizará un prorrateo, que beneficia a los accionistas pequeños y perjudica a los grandes y dejará al accionista de control vendedor con una parte de sus títulos sin enajenar). En otras palabras: un accionista de control ya establecido en una sociedad cotizada normalmente rechazará toda OPA que no se extienda a la totalidad del capital en circulación, pues en otro caso no tiene la garantía de vender”. Ob. cit., pp. 44 y ss.

artículo 4 de la Directiva a los EEMM, permite una perfecta compatibilidad con la modalidad de control escogida por la mayoría de ordenamientos, —a excepción del español— para sus respectivos órganos supervisores, no siendo precisa su modificación por lo que refiere a este punto. En España, sin embargo, el marco normativo delimitador de las funciones de la autoridad supervisora, ha conseguido que la “discrecionalidad” de un órgano —pretendidamente imparcial— se transforme en “arbitrariedad”. Conviene, por lo tanto, hacer un repaso de las facultades, concedidas reglamentariamente por el RD 1197/1991 a la autoridad supervisora española, que han coadyuvado a un desempeño arbitrario de sus funciones. Al respecto, resulta de particular utilidad conocer los mecanismos utilizados en otros ordenamientos próximos al nuestro, para asegurar la imparcialidad de sus respectivos órganos supervisores en el procedimiento de OPA. De esta manera, mientras en algunos ordenamientos se garantiza la mayor imparcialidad del órgano supervisor, a través del nombramiento de varias autoridades u órganos que comparten las facultades de control en el procedimiento de OPA (éste es el caso de Alemania y Francia); en otros, se pretende lograr la máxima independencia, mediante una pormenorizada tasación legal de la información que el oferente debe hacer pública o mediante el uso de “modelos” de folleto, de tal manera que el ámbito subjetivo de las facultades supervisoras de la autoridad competente queda reducido a la mínima expresión (como es el supuesto de Italia y el Reino Unido).

Así, el *City Code* londinense, conforme a su carácter no imperativo, no prevé un acto de supervisión ni autorizador de la propuesta de OPA por parte del *Panel on Takeovers and Mergers*, a través del cual quede garantizada la regularidad formal y/o sustantiva de la información ofrecida a los destinatarios de la OPA. En cambio, el *City Code* contiene una pormenorizada relación de los documentos que han de ser hechos públicos en función de las circunstancias concretas de la oferta (Regla 26), entre los que se encuentra el “documento de oferta o folleto informativo” con una detallada regulación de su contenido; pero no somete a la aprobación del *Panel* la publicación del citado documento/s, ni convierte a la intervención de este órgano en un requisito de eficacia de la oferta <sup>(62)</sup>.

---

<sup>(62)</sup> La Regla 30.1 del *City Code* establece en relación a la “presentación del documento de oferta” que, “el documento de oferta normalmente se deberá presentar en el plazo de 28 días contado desde el anuncio de la intención en firme de presentar una oferta. El *Panel* deberá ser consultado cuando el documento de oferta no vaya a ser presentado en este periodo”. Del precepto se deduce que, en caso contrario, es decir, si se presenta el documento de oferta en el plazo señalado, no es necesario consultar al *Panel*.

En Alemania, por el contrario, la WpÜG de 22 de diciembre de 2001 confiere a la autoridad supervisora (BAFIN)<sup>(63)</sup>, la facultad para autorizar la publicación de la OPA en el plazo de los diez días siguientes a la recepción del documento de oferta por este órgano (§ 21), convirtiéndose esta autorización en requisito de eficacia de la propia oferta<sup>(64)</sup>. Para la adopción de su decisión, la BAFIN cuenta con amplias facultades supervisoras (§ 4)<sup>(65)</sup>, pudiendo requerir la aportación de cualquier información adicional o documento, no sólo del oferente, sino también de las personas que actúan en concierto con él y sus filiales, de la sociedad afectada, sus accionistas y antiguos accionistas, de las Empresas de Servicios de inversión e, incluso, de las Bolsas alemanas (§ 40).

La imparcialidad de la BAFIN se intenta garantizar a través de dos órganos auxiliares: uno de asesoramiento y otro de control de la actividad de la propia autoridad supervisora. En el ejercicio de sus funciones supervisoras, la BAFIN se encuentra asistida por un “Comité Asesor” —*Beirat*—, constituido por la propia Autoridad supervisora, y cuya función es la de participar en la supervisión y asesorar a la BAFIN, especialmente en la elaboración de las disposiciones reglamentarias (§ 5). Junto al *Beirat*, la WpÜG prevé la constitución de una “Comisión de Oposición” —*Widerspruchsausschuss*— (§ 6), cuya función es

---

(63) La BAFIN (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) se crea por Ley de 22 de abril de 2002 (*Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-FinDAG*). Bajo este nuevo organismo se agrupan y desempeñan las funciones que hasta ahora habían desempeñado la BAWE, el BAKred (*Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen*) y el BAV (*Versicherungswesen*).

(64) El § 14 WpÜG, bajo el rótulo “Envío y publicación del documento de oferta” señala que “1) El oferente deberá enviar a la Autoridad supervisora un documento de oferta en el plazo de cuatro semanas a partir de la publicación de la decisión de presentación de una oferta. La Autoridad supervisora deberá confirmar al oferente la fecha de entrada del documento de oferta. La Autoridad supervisora podrá, según los casos, prolongar el plazo de cuatro semanas a que se refiere el inciso 1.º, si resulta imposible para el oferente el cumplimiento durante este período por tratarse de ofertas transfronterizas o por las medidas que éste ha de adoptar en relación al capital.

2) El documento de oferta deberá ser inmediatamente publicado conforme al apartado 3.º, inciso 1.º, una vez que la Autoridad supervisora autorice su publicación o cuando transcurrido diez días laborables desde la recepción del documento de oferta por la Autoridad supervisora (...).”.

(65) El § 4 WpÜG señala que “1) La BAFIN supervisará las ofertas conforme a las previsiones de esta ley. A este fin está obligada dicha Autoridad a reaccionar contra las irregularidades que puedan impedir la ordenada ejecución del procedimiento o que puedan producir efectos adversos sobre el Mercado de Valores. La BAFIN podrá ordenar las medidas que sean necesarias para corregir o evitar estas irregularidades.

2) La BAFIN deberá cumplir los deberes y ejercitar las facultades que le han sido asignadas en esta ley, solamente en interés público”.

la de supervisar la actividad de la propia BAFIN, pudiendo formular oposiciones frente a las órdenes emitidas por la Autoridad supervisora.

También en Francia, sobre el procedimiento de OPA se despliega un control compartido entre dos órganos —la COB (*Commission des Operations de Bourse*) y el CMF (*Conseil des Marchés Financiers*)— con una división de funciones entre ellos; y aunque en ocasiones esta duplicidad de controles pueda eventualmente dar lugar a conflictos<sup>(66)</sup>, con carácter general la normativa realiza una perfecta delimitación de sus funciones en el procedimiento. De esta forma, mientras el CMF decide sobre la viabilidad económica del proyecto de OPA presentado<sup>(67)</sup> (*Règlement* del CMF de 5 noviembre 1998 —cuya versión vigente se aprueba por Decreto de 15 de noviembre de 2002—); la COB deberá garantizar a todos los destinatarios de la OPA la recepción de una información adecuada y veraz sobre la misma<sup>(68)</sup>, y se encarga de establecer las normas procedimentales de la OPA a través del *Règlement* 2002-04 y su desarrollo en la Instrucción de mayo de 2002, cuya finalidad esencial es la de garantizar el cumplimiento de los principios de igualdad de trato y de adecuada información a los accionistas y al público.

A esta división de funciones puso fin la “Ley de Seguridad Financiera núm. 706, de 1 de octubre de 2003, por la que se fusionan tres autoridades (la COB, el CMF, y el CDGF) para dar lugar al nacimiento de un nuevo órgano —l’*Autorité des Marchés Financiers* (AMF)— que reagrupa todas las funcio-

---

(66) Al respecto, véase ANNUNZIATA, F.: “Aspetti comparatistici, Francia-OPA”, *Le Società*, 1993-2, pp. 272-275; *Lamy sociétés commerciales*, 1993, núms. 3818 y 3825 y ss.; GUYON, *Les attributions de la COB en matière d’offres publiques d’achat d’actions*, París, 1991, pp. 245 y ss.

(67) El CMF dispone de un plazo de cinco días de bolsa siguientes al del depósito del proyecto de oferta para pronunciarse sobre la viabilidad de la OPA, en atención a determinados criterios (precio o contrapartida ofrecida en permuta, el número mínimo de títulos que se han de presentar en aceptación de la oferta, la naturaleza, características y la cotización en el mercado de los títulos propuestos en permuta). Durante este plazo el CMF está facultado para exigir del intermediario presentador cualquier justificante o garantía complementaria, y a solicitar el depósito de una garantía en especie o en títulos (artículo 5.1.8 *Règl.* CMF).

(68) A tal fin, la COB disponía de un plazo de cinco días de Bolsa a contar desde el día de depósito de la nota informativa para dar su “visto bueno” a la operación. Si durante este plazo la COB considera que el oferente no ha aportado suficiente información, la COB puede optar entre prolongar este plazo otros cinco días o rehusar dar su “visto bueno” mediante decisión motivada (artículo 10, *Règl.* núm. 2002-04). Esta decisión la pondrá en conocimiento del CMF, de las sociedades afectadas y del público a través de un comunicado (artículo 13). La COB también deberá aprobar las modalidades de difusión de la nota informativa, estando facultada para recavar toda la información complementaria que juzgue necesaria. Sin embargo, la COB deberá mantenerse neutral de cara a la apreciación del precio de la oferta y la oportunidad económica de la OPA, limitándose a asegurar que la operación no comporta irregularidades formales.

nes de las anteriores <sup>(69)</sup>, y cuyas repercusiones en el procedimiento de OPA están aún por determinar, aunque de seguro la unificación de competencias en una autoridad, le restará imparcialidad.

En Italia, aunque el control sobre el procedimiento de OPA se ejercita por un único órgano —la CONSOB— con un régimen común respecto de las demás ofertas al público de valores (OPV, OPS), la imparcialidad de este órgano en los procedimientos, se pretende garantizar a través de una estricta tasación reglamentaria del contenido del folleto de OPA. A este fin, tras la reforma de 1998 se tipifican unos “Modelos de folleto de OPA” con los que queda enormemente reducido el ámbito de discrecionalidad de la CONSOB <sup>(70)</sup>, debiendo esta Comisión únicamente comprobar la integridad y claridad del contenido exigido, así como el cumplimiento de las exigencias de difusión y publicación del

---

(69) *L’Autorità des March’s Financiers* constituye un organismo público independiente, que se compone de un Colegio Plenario de 16 miembros y por una Comisión sancionadora de 12 miembros. Su función principal es la de velar por la protección de la inversión en productos financieros, la información de los inversores y el buen funcionamiento del mercado. Sus competencias se despliegan sobre diferentes ámbitos: 1.º Las operaciones financieras. La AMF reglamentará y controlará las operaciones realizadas sobre los valores de sociedades cotizadas: admisión a cotización, aumentos de capital, ofertas públicas, fusiones, (...) verificando que las sociedades ofrecen una información completa y de calidad con ocasión de cada particular operación financiera. 2.º Tiene competencias sobre las operaciones de inversión colectiva. De esta forma, autoriza la creación de SICAV (sociedades de inversión de capital variable), FCP (Fondos comunes de inversión), SCPI (sociedades civiles de colocación inmobiliaria). 3.º Tiene competencias sobre los mercados y sus infraestructuras. Así, define los principios de organización y funcionamiento de las empresas, los mercados y los sistemas de reglamentación, aprueba las reglas de las Cámaras de compensación y determina las condiciones de ejercicio de sus adherentes. 4.º Tiene por último, competencias sobre los profesionales (bancos autorizados para realizar servicios de inversión, sociedades de gestión, etc.) La AMF determinará las reglas de buena conducta y las obligaciones que deben respetar los profesionales autorizados para la realización de los servicios de inversión.

(70) El Anexo 2.º del Reglamento núm. 11971/99, en desarrollo del DL 58/1998 relativo a la disciplina de los oferentes, establece diversos modelos de folleto de OPA en función de la naturaleza de los títulos que se pretenden adquirir y la contrapartida. Para la composición de estos “Schemas o Modelos” se sigue el sistema de incorporar anexos para determinar las informaciones que deben aportarse en relación a los diversos tipos de instrumentos financieros y de sujetos oferentes. Así los modelos aprobados son los siguientes:

- SCHEMA 1: Para las OPAs que tienen por objeto instrumentos financieros no cotizados.
- SCHEMA 2: Para las OPAs que tienen por objeto instrumentos financieros cotizados.
- SCHEMA 3: Para las OPAs Residuales posteriores a una OPA.
- SCHEMA 4: Para las OPAs que tienen por objeto acciones propias.
- SCHEMA 5: Sobre las informaciones a añadir en caso de que la contrapartida de los títulos objeto de la oferta esté constituida por instrumentos financieros no cotizados.
- SCHEMA 6: Sobre las informaciones a añadir en caso de que la contrapartida de los títulos objeto de la oferta esté constituida por instrumentos financieros cotizados.

mismo, no estando facultada para decidir o emitir otros juicios de valor sobre la conveniencia económica de la operación. La intervención de la CONSOB sobre el folleto informativo de OPA consiste básicamente en una “autorización reglada” para su publicación (artículo 102.2 del TU) <sup>(71)</sup>, que podrá revestir la forma de silencio positivo.

En España, el artículo 60 de la LMV remite al desarrollo reglamentario la “modalidad de control administrativo” a cargo de la CNMV. A tal efecto, el RD 1197/1991 califica de “autorización administrativa” a la intervención que ha de realizar la CNMV en el procedimiento de OPA, —dejando a un lado el término “verificación” empleado por la LMV y el término “supervisión” empleado por la Directiva 2004/25/CE—, al señalar que el oferente deberá solicitar la autorización de la CNMV aportando un folleto y demás documentación necesaria prevista en el RD (artículo 12.1) y posteriormente, la Comisión tras examinar la documentación aportada autorizará o denegará la oferta. El RD opta de esta manera por la “Autorización” como modalidad de intervención de nuestra Comisión, descartando la mera “supervisión” o la flexibilidad del modelo británico, pero no se determina en el RD el tipo de control encomendado a la CNMV, es decir, si este órgano ha de limitarse a realizar un control formal sobre el contenido del folleto, o sus facultades le confieren además, un control sustantivo sobre dicho folleto. En este último caso, los poderes de la Comisión entrarían en el terreno de la discrecionalidad administrativa, pudiendo entorpecer o dilatar una OPA que no sea de su agrado y propiciando el riesgo de trato desigual hacia los oferentes. El esclarecimiento de la cuestión relativa a la detención o no de un control sustantivo sobre el folleto de OPA por parte de la CNMV sólo puede llevarse a cabo mediante un análisis de las facultades atribuidas a la CNMV por la norma reglamentaria.

En primer lugar, tras recibir el folleto de OPA y la documentación adjunta, la CNMV deberá realizar un examen formal de los requisitos exigidos en el RD. En líneas esenciales comprobará la participación que se pretende adquirir, así como la conformidad y claridad de las cláusulas que conforman el contenido del folleto. No obstante, la omisión de algún requisito por parte del oferente no implica la denegación automática de la presentación de la OPA, pudiendo la CNMV requerir al oferente para subsanarlo (artículo 76.1 de la Ley 30/1992, de

---

(71) El artículo 102.2 del TU determina no obstante que, “la CONSOB, en los quince días siguientes a la comunicación, podrá indicar a los oferentes las informaciones complementarias a añadir y especificar la modalidad de publicación del documento de oferta, así como las garantías especiales que deberán prestar. Transcurrido este plazo el documento podrá ser publicado. El poder de la CONSOB podrá ser ejercitado en el plazo de treinta días para las ofertas que tengan por objeto o contraprestación productos financieros no cotizados ni difundidos entre el público conforme al artículo 116 del TU.

RJAP y del PAS). Este primer cotejo formal de documentos, que en principio no habría de traspasar los límites de la actividad meramente comprobadora, adquiere un carácter subjetivo al no existir en la regulación española unos modelos de folleto de OPA al estilo de los establecidos por la normativa italiana, o los arbitrados por la normativa española para las emisiones y OPVs (Circular de 22 de abril de 1999). La revisión de un folleto de OPA, elaborado en ausencia de un “modelo”, obliga a la Comisión a realizar una comprobación de la labor de adaptación llevada a cabo por el oferente sobre el contenido general del folleto que establece el artículo 15 del RD 1197/1991 al supuesto concreto de OPA; lo que implica un nivel superior de subjetividad, tanto en el proceso de elaboración del folleto por el oferente, como en el posterior cotejo de la información por la Comisión. Creemos por tanto que no sería inoportuno que el legislador se replantease *de lege ferenda* la posibilidad de aprobar unos “modelos de folleto de OPA”, de tal manera que, también en este procedimiento, quede garantizada la aportación al público-destinatario de una información estandarizada *ab initio* que sirva para reducir el ámbito discrecional de la CNMV y agilizar los trámites supervisores de la CNMV. A este fin, el legislador español ya cuenta con el precedente de los modelos de folleto aprobados para las emisiones<sup>(72)</sup>, y con el ejemplo del ordenamiento italiano.

La Comisión, además de realizar un examen formal de los documentos, está facultada para realizar un “juicio de suficiencia” de la información aportada por el oferente. A este respecto, el RD 1197/1991 faculta a la Comisión para requerir del oferente, en sede de verificación, la información adicional que estime necesaria con dos finalidades. Por un lado, con el fin de que esta información sea incluida en el folleto (artículo 15.2 del RD 1197/1991), al objeto de

---

(72) En realidad sólo existe un esquema o modelo común de folleto, al igual que ocurre en Alemania o en Estados Unidos, al que se añaden distintos anexos en función del tipo de valor a que se refiera el procedimiento de emisión en concreto (valores de renta variable, de renta fija, valores emitidos por personas físicas, valores emitidos por entidades públicas, el modelo de folleto de las Sociedades de Inversión Mobiliaria y de los Fondos de Inversión). Para un mayor detalle, véase TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *Oferta pública de suscripción: un enfoque contractual*, Madrid, 2003, pp. 230 y ss. Al respecto, la sistematización que ofrecen los modelos de folleto de emisión es muy completa y minuciosa, contrastando con la ausencia de modelos para la OPA. A primera vista quizá pueda parecer que ello se deba a la menor necesidad informativa que precisa el destinatario de la OPA, frente al destinatario de una emisión, ya que por su condición de socio y titular de los valores objeto de la oferta se le considera informado sobre las características de los valores en cuestión y las características de la sociedad afectada. No obstante, consideramos que en determinados supuestos de OPA, el destinatario está necesitado de una información similar a la requerida por el destinatario de una emisión. Éste es el caso de la OPA cuya contra-prestación consista en valores emitidos por la propia sociedad oferente u otra distinta.

garantizar que la información contenida en el folleto de OPA es suficiente de cara a la formación de un juicio fundado por parte de los destinatarios, sobre la oferta que se les propone. De otro lado, la Comisión está facultada para requerir la información adicional necesaria (artículo 17.1 del RD 1197/1991), no con el objeto de incluirla en el folleto, —pues esta información no tiene por qué hacerse pública<sup>(73)</sup>— sino a los efectos de que la propia Comisión pueda realizar las comprobaciones que considere oportunas sobre la información suministrada por el oferente en el folleto o demás documentación, al objeto de comprobar si la información es veraz. Consideramos que el artículo 17.1 representa una extensión de las facultades otorgadas a la CNMV por el artículo 85 de la LMV y que permite a ésta llevar a cabo un “juicio de veracidad y coherencia” sobre el contenido del folleto de OPA<sup>(74)</sup>.

La facultad de la CNMV de requerir información individualizada de cada oferente cuando ésta sea considerada “necesaria”, a juicio de la propia Comisión, es una forma de subjetivizar, de hacer un juicio sustantivo individualizado, que nos parece muy oportuno al objeto de evitar que, en determinados casos, informaciones relevantes puedan quedar silenciadas al no venir expresamente exigidas por la norma reglamentaria —habida cuenta de la inexistencia de unos modelos normalizados de folletos—; pero que también concede a este órgano la facultad de frenar operaciones que considere inoportunas, dilatando y entorpeciendo la presentación de una OPA, sobre todo si se tiene en cuenta que, el plazo de 15 días hábiles que la ley concede a la Comisión para la adopción del acuerdo de autorización, es un plazo de prescripción que se interrumpe con

---

(73) Al respecto, afirma TAPIA HERMIDA, A.J. que “en caso de que la CNMV solicite del oferente información adicional, podrá ésta no hacerse pública si a juicio de la propia Comisión puede perturbar el mercado de valores u ocasionar un daño innecesario al oferente. En cualquier caso, será el oferente quien deberá solicitar de la CNMV aquella reserva (reserva que se produce, *v.gr.*, en la práctica en otros sectores supervisados por la CNMV como el de las emisiones de valores ante la CNMV)”. “Autorización de la oferta”, en *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del RD 1197/1991*, dirigida por SÁNCHEZ CALERO, F., volumen 1.º, Madrid, 1993, pp. 433 y ss.; También DEL CAÑO, J.R., “Supervisión por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las Ofertas Públicas de Adquisición”, en *VVAA*, 1992, pp. 223 y ss.

(74) El artículo 85 de la LMV obliga a los oferentes de valores a suministrar, de forma obligatoria y periódica, información sobre las ofertas que realicen y permite a la Comisión realizar cuantas inspecciones considere necesarias para confirmar la veracidad de las informaciones relacionadas con las materias objeto de la LMV. Una de estas materias es, precisamente, la obligación de registrar un folleto como condición para el lanzamiento de la OPA. En consecuencia, valiéndose de esta facultad, la Comisión tiene posibilidad de comprobar si la información del folleto es veraz.

la solicitud de nueva información al oferente por la Comisión <sup>(75)</sup>. Y también, al contrario, está facultada la Comisión para agilizar la presentación de OPAs que considere oportunas, haciendo uso del poder que le confiere el artículo 15.3 del RD 1197/1991 para “eximir (al oferente) de la obligación de incluir en el folleto algunas de las informaciones señaladas en este artículo cuando no estén a disposición del oferente, siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales para formular un juicio fundado sobre la oferta”. Y por su puesto, la valoración sobre si la exención de información afecta a hechos o circunstancias esenciales para la formulación de un juicio fundado sobre la oferta, también se realiza por la propia CNMV, al no hacerse uso en nuestra normativa de la posibilidad, concedida por la Directiva 2004/25/CE, de nombrar un órgano de control de la actuación de la Comisión —como es el caso del *Beirat* y la *Widerspruchsausschuss* alemanes— o de instituir un control compartido por dos órganos —como es el caso de la *COB* y el *CMF* francés—. Nos encontramos ante la concesión de unas facultades a la CNMV que le permiten ostentar un poder absolutamente arbitrario en el procedimiento de OPA; arbitrariedad que se ve reforzada aun más por la significación jurídica que el RD ha concedido a la autorización de la CNMV dentro del procedimiento de OPA, como un presupuesto de eficacia de la oferta que se añade a los que ésta debe reunir para poder ser considerada una verdadera declaración de voluntad contractual <sup>(76)</sup>.

Si tras las comprobaciones pertinentes, la Comisión decide denegar la autorización, dicho acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en la normativa del Mercado de Valores y demás normativa aplicable (artículo 17.2 del RD 1197/1991). Esta indeterminación respecto de las normas cuyo incumplimiento fundamentará la denegación (—y demás normativa aplicable—) nos sugiere que no será difícil para la CNMV motivar su denegación en el incumplimiento de una legalidad tan com-

---

(75) No obstante, hay que advertir que el plazo de 15 días para la autorización de la OPA no incluye la incorporación de los documentos a los registros de la CNMV ex artículo 92.d) de la LMV pudiendo dicho trámite realizarse con posterioridad. De no producirse acuerdo alguno de la CNMV en el plazo señalado, a falta de norma específica habrá que aplicar las normas del silencio positivo por remisión expresa del artículo 14 de la LMV a la normativa del procedimiento administrativo común (Ley 30/1992, RJ y PA), entendiéndose que procede la presentación de la OPA por el proponente. Al respecto, FUERTES LÓPEZ, M., *La Comisión nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, 1994, pp. 116 y ss.; y en “La supervisión —objetiva— de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”, *RDBB*, núm. 49, 1993, pp. 12 y ss.

(76) En este sentido, DÍEZ-PICAZO, L. admite que, en los contratos de formación progresiva, al consentimiento de las partes pueda añadirse, para la perfección del contrato, la declaración de un tercero que actúa como presupuesto de eficacia o como complemento de capacidad. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, tomo 1.º, “Introducción y Teoría del Contrato”, Madrid, 1993, p. 270.

pleja y abstracta, contando una vez más la CNMV con una normativa que le favorece en el ejercicio arbitrario de sus poderes <sup>(77)</sup>. Esta discrecionalidad —si no arbitrariedad— administrativa encierra un riesgo de trato desigual, como ponen de relieve las diferencias en el tratamiento de la CNMV ante operaciones similares en los últimos años. El último caso flagrante ha sido la decisión de la CNMV de obligar a la sociedad BAMI al lanzamiento de una OPA sobre el 10% de Metrovacesa aplicando criterios que no exigió un año antes en la privatización de ENCE <sup>(78)</sup>.

Por último, y aunque, como se desprende del artículo 92.d) de la LMV, la inscripción del folleto informativo de OPA implica el reconocimiento de que el folleto tiene toda la información requerida por las normas que fijan su contenido, el mismo precepto *in fine* determina que *en ningún caso* la Comisión es responsable de la veracidad de la información contenida en el folleto. Estamos de acuerdo en que es imposible que la Comisión pueda garantizar la veracidad absoluta de las informaciones cuando el oferente, intentando defraudar o infringir la ley, suministra información falsa a la Comisión. Pero, no es menos cierto que, aunque la Comisión haya quedado exonerada de responsabilidad por la veracidad de las informaciones contenidas en el folleto *ex artículo 92* de la LMV, ésta no deberá permitir el registro de folletos sobre los que tenga conocimiento de que contienen información falsa o incompleta, y por lo tanto puedan inducir a error a los titulares de acciones. Parece lógico que en el citado supuesto la CNMV sí debiera responder por la falta de veracidad del contenido del folleto, lo que nos lleva, una vez más, a instar del legislador la modificación del

---

(77) Al respecto, ARRUÑADA, *ob. cit.*, pp. 60 y ss.

(78) La decisión de la CNMV de obligar a BAMI a lanzar una OPA sobre Metrovacesa ha supuesto un escándalo financiero del que la prensa económica ha dado buena cuenta (*Diario Cinco Días*, de 20 y 21 de mayo de 2003; *Expansión*, de 21 de mayo de 2003; y *El País*, de 4 de mayo de 2003). La CNMV tomó el 19 de mayo de 2003 una decisión sin precedentes en su historia, retirando los derechos políticos de BAMI en Metrovacesa, hasta que la primera presente una OPA sobre el 10% del capital de la segunda. La razón, según la CNMV, es que BAMI había adquirido más del 25% del capital de la empresa, sin presentar una OPA, lo que contraviene la normativa. La CNMV entiende que si al capital de Metrovacesa se le resta la autocartera, el número de acciones que tiene BAMI supera el 25% y, por tanto debe lanzar la OPA. La CNMV, sin embargo, actuó bajo un criterio distinto en la privatización de ENCE, permitiendo a Caixa Galicia y a sus socios superar el límite del 25% del capital de la papelera sin obligarla a lanzar una OPA. La participación, que convertía el 24'99% que compraron en la privatización Caixa Galicia y sus socios —Bankinter y Banco Zaragozano— en un 26'24%, era, precisamente, la autocartera que tenía ENCE en el momento de la venta y que ascendía al 4'75% del capital. Este criterio ha sido después decisivo para exigir a BAMI el lanzamiento de una OPA sobre el 10% de Metrovacesa. Mientras que en la operación ENCE, la CNMV ha considerado que no era necesario restar la autocartera para establecer el porcentaje de participación, después ha mantenido el criterio opuesto en relación a BAMI, obligando a esta sociedad a presentar una OPA, que tuvo lugar el 25 de junio de 2003 (fecha de registro oficial).

precepto (artículo 92 *in fine* de la LMV) adoptando una solución más matizada en orden a la determinación de los supuestos en que la CNMV puede incurrir en algún tipo de responsabilidad.

C) El régimen de las “medidas anti-OPA”  
y de las “medidas de neutralización”

La postura adoptada por un ordenamiento en relación a las medidas defensivas que tiene permitido adoptar el órgano gestor de la sociedad afectada por una OPA, sirve tanto para perfilar el significado institucional que se reserva a la OPA en un determinado mercado de control societario, como para delimitar el ámbito de los poderes de los administradores en las grandes sociedades anónimas. Las medidas defensivas que puede adoptar la sociedad afectada frente a la oferente, hacen de la OPA una figura que, —lejos de constituir una mera operación bursátil—, se encuentra profundamente enraizada en el Derecho societario, en el que encuentra su fundamento, siendo éste la prevalencia del interés de los accionistas.

El artículo 14 del RD 1197/1991 limita de forma absoluta la actuación defensiva del órgano de administración de la sociedad afectada, las sociedades de su grupo y “quienes pudieran actuar concertadamente con ésta”, desde que se suspende la negociación hasta que se publican los resultados. Durante ese período no podrán realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta. Entre las acciones prohibidas se señala la emisión de acciones o títulos que den derecho a suscribirlas; si bien se permiten estas emisiones cuando se hacen en ejecución de previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta general<sup>(79)</sup>. El fundamento de este deber de pasividad de los administradores es claro: se trata de asegurar que sean los accionistas, en tanto destinatarios de la oferta formulada por el oferente, quienes decidan libremente sobre la misma, evitando cualquier tipo de interferencia

---

(79) Se interpreta que esta concreción se refiere a acuerdos de mera ejecución, de tal modo que los administradores no puedan aprovechar con fines defensivos una autorización genérica. ARRUÑADA, B., *ob. cit.*, p. 66. Para un estudio más detallado del artículo 14 del RD 1197/1991 puede verse EMBID IRUJO, J.M., “Las medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA”, *RDBB*, 1990, pp. 536 y ss.; ARRUÑADA, *Control y regulación en la sociedad anónima*, Madrid, 1990, pp. 83 y ss.; ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, J., “El régimen español de la OPA: Análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio”, en *OPA: la lucha por el control de las grandes sociedades*, Madrid-Barcelona-Bilbao, 1992, p. 118; ROJO, A., “Las ofertas públicas de adquisición de valores en el derecho español”, *BBTC*, 1994, pp. 48 y ss. ; CACCHI PESSANI, S., “Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie”, *Riv. Soc.*, núms. 2-3, 2004, pp. 330 y ss.

por parte de los administradores, quienes podrían perjudicar el normal desarrollo de la operación. La intromisión de los administradores en un proceso que, por su propia naturaleza, tiene que desarrollarse sin traba alguna entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada, vendría a perturbar gravemente el significado que a la OPA se reconoce como instrumento de control de la gestión de las grandes sociedades y de protección a los accionistas minoritarios<sup>(80)</sup>.

En el Derecho comparado, sin embargo, es generalizada la postura que combina la obligación de los administradores de guardar un comportamiento neutral, con la posibilidad de que tales medidas defensivas puedan considerarse lícitas cuando vengan avaladas por la Junta general; por lo que se otorga a los accionistas el derecho —no sólo a aceptar la oferta—, sino también a defenderse a través de medidas que tiendan a hacer fracasar la OPA. Así pues, los administradores de la sociedad afectada están obligados a mantener una posición neutral durante el desarrollo de la oferta, a excepción de que la Junta general acuerde llevar a cabo una medida defensiva, con una mayoría que varía según los casos: las tres cuartas partes del capital asistente a la Junta, —en el caso de Alemania (§ 33.2 WpÜG)—, el voto favorable del 30% del capital —en el caso de Italia (artículo 104 del TU)—, o con el *quorum* ordinario, —en el caso de Francia (artículo 4 del *Règlement* núm. 2002-04) y del Reino Unido (*General Principle* 7 del *City Code*, desarrollado en la *Rule* 21)—.

No obstante, la normativa española (artículo 14 del RD 1197/1991) y la comparada —que acaba de citarse— son coincidentes en un aspecto. Todas ellas limitan la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo durante el período de oferta, impidiendo que puedan acordarse o realizarse operaciones que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la OPA, pero no prevén “medidas de neutralización” contra los “blindajes” que han instalado buena parte de las grandes sociedades anónimas en sus estatutos sociales<sup>(81)</sup>. Se trata, entre otros, de las autorizaciones para emitir capital en acciones —con o sin voto— u obligaciones; la limitación del número máximo de votos que puede emitir un accionista o grupo; los requisitos de antigüedad para ocupar los principales cargos de presidente y consejero delegado, y el reforzamiento del *quorum* de las juntas extraordinarias promovidas por accionistas hostiles con el fin de modificar los estatutos sociales. Éstos son

---

(80) En este sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA, *Recursos y acciones...*, cit., p. 436; y también en *El control del...*, cit., pp. 679 y ss.

(81) Únicamente el Derecho francés ofrece un tímido intento de reglamentar las “medidas de neutralización”, a través de una cláusula general contenida en el artículo 4 *in fine* del *Règlement* núm. 2002-04, que dice: “Salvo que ello resulte de una obligación legal, ninguna cláusula estatutaria de la sociedad afectada podrá oponerse al oferente de una oferta pública en relación a los títulos que a él le sean presentados en aceptación de su oferta”.

algunos de los “blindajes” más empleados por las sociedades españolas y extranjeras<sup>(82)</sup>, y que la Comisión europea aconsejó suprimir desde el momento inicial de elaboración de los trabajos preparatorios de la Propuesta de Decimotercera Directiva en materia de Derecho de Sociedades relativa a las OPAs, de 18 de enero de 1989.

La propia Comisión identificó dos categorías de obstáculos contra las OPAs procedentes del Derecho de Sociedades —las que afectan al mantenimiento del capital y las que afectan al derecho de voto—, y que constituyeron serias trabas para la aprobación de la Propuesta de Directiva<sup>(83)</sup>. Por lo que respecta a la estructura del capital social, se trataba de eliminar el poder de los administradores de adquirir acciones propias y la posibilidad de que una sociedad filial adquiriese acciones de la matriz sin respetar los requisitos y límites

---

(82) En Estados Unidos se ha concretado toda una serie de estrategias defensivas que los administradores de las sociedades afectadas utilizan e incorporan a sus estatutos para hacer frente a las posibles OPAs hostiles. Lo curioso es que todas estas medidas están jurisprudencialmente admitidas en el ordenamiento americano, a condición de que se hagan constar expresamente en el “Informe de los administradores de la sociedad afectada”. El primer grupo de estrategias adoptadas por los administradores, bajo el nombre de *shark repellents* (repelente para tiburones) se dirige a hacer menos apetecible para los posibles oferentes la formulación de la OPA, mediante la modificación del *quorum* de los acuerdos de la junta haciendo más elevada la cantidad de acciones necesaria para asumir el control de la sociedad. Otra estrategia consiste en modificar los estatutos, sometiendo los acuerdos de fusión a la aprobación de accionistas independientes, no ligados a la sociedad con la cual se va a realizar la fusión. Otra estrategia es establecer estatutariamente un cierto tiempo obligatorio de permanencia de los administradores. El segundo grupo de medidas prevé la intervención de un *white knight* (caballero blanco), se trata de un sujeto que, en complot con el órgano administrativo de la sociedad afectada, lanza una oferta competidora con la doble finalidad de desanimar al primer oferente en su empeño de continuar con la oferta, y de asumir el control de la sociedad. La tercera categoría de estrategias, denominada *poison pills* (pildoras venenosas) se refiere a complejos mecanismos que comportan un resultado negativo para la sociedad que, como consecuencia de una OPA hostil, adquiera el control de una sociedad y pretenda fundarse con esta. Un ejemplo de la práctica estadounidense lo protagonizaron las sociedades BROWN-FORMAN DISTILLERS, que lanzaron una OPA sobre LENOX. Previamente LENOX había acordado emitir acciones privilegiadas convertibles en ordinarias que se destinarían a los accionistas ordinarios de LENOX en pago de dividendos. Las acciones privilegiadas fueron emitidas en razón de una por cada acción ordinaria, pero se acordó su conversión en cuarenta acciones ordinarias por cada acción privilegiada en el caso de fusión con otra sociedad. El cuarto grupo de medidas, denominadas *greenmail* o contraoferta, consiste en la adquisición de las acciones propias por la sociedad afectada a un precio superior. Al respecto, véase LEMME, G., “OPA ostili su società quotate”, *Riv. Dir. Comm.*, núms. 1-2/3-4, 2001, pp. 95 y ss.

(83) Las principales trabas que impidieron aprobar la Propuesta de Directiva de OPAs de 1989 se refieren especialmente a las medidas defensivas frente a la OPA, que pretenden más asegurar la defensa de los intereses de la administración y de la minoría de control que de la sociedad. Al respecto, ESTEBAN VELASCO, G., “Eliminación de obstáculos a las OPAs: Propuesta de modificación de la Segunda Directiva y de la Propuesta modificada de Quinta

previstos para esta operación. En cuanto al derecho de voto, se pretendía poner coto a la falta de proporcionalidad entre la participación en el capital y el derecho de voto y a las dificultades de los cambios de los órganos de administración. Con estas medidas se trataba de reforzar la posición de los accionistas, posibilitando que sólo ellos fuesen los que decidieran con libertad y conocimiento de causa sobre el resultado de la OPA.

Esta misma línea es mantenida por las sucesivas Propuestas de Decimotercera Directiva de OPAs (de 7 de febrero de 1996, y de 10 de noviembre de 1997<sup>(84)</sup>, de 9 de julio de 2001 y de 4 de octubre de 2002), la última de las cuales se ha convertido finalmente en Directiva 2004/25/CE. La nueva Directiva atiende plenamente las recomendaciones formuladas en el “Informe *Winter*”, publicado en enero de 2002, en torno a la atribución a los accionistas de la sociedad afectada de la facultad para pronunciarse sobre las medidas de defensa una vez que la oferta se hace pública. En este sentido, el artículo 9 de la Directiva prohíbe a los Consejos de administración de las empresas usar, sin el respaldo de los accionistas, ciertos mecanismos de defensa contra las OPAs hostiles. En su artículo 10, la Directiva aboga por una mayor transparencia de los mecanismos de defensa de las sociedades afectadas por la OPA, debiendo ser objeto de publicidad detallada y rigurosa toda la información sobre aquellas estructuras y disposiciones que pudiesen obstaculizar la adquisición y el ejercicio del control sobre la sociedad por un oferente, mediante su inserción en el informe de gestión de la sociedad. Paralelamente, se prevé la elaboración de un informe específico redactado por el órgano de administración de la sociedad afectada, en el que se recoja un dictamen motivado sobre la oferta, en cuanto a sus repercusiones sobre el conjunto de intereses de la sociedad (artículo 9.5). Pero, la nueva Directiva, no sólo intenta garantizar la transparencia sobre las posibles medidas de defensa frente a la OPA, sino que además regula las llamadas “me-

---

Directiva de Derecho de Sociedades”, *RDBB*, núm. 40, 1990, pp. 948 y ss. No obstante, no fueron las trabas del Derecho de Sociedades, —si bien es cierto que existían—, las que finalmente impidieron que esta Propuesta llegase a aprobarse, sino la oposición de algunos países (en concreto Alemania) a la instauración de un sistema de OPA obligatoria. También PELTZER, ob. cit., p. 145.

(84) No obstante, el artículo 8 de la Propuesta de Decimotercera Directiva de 1997 formula una novedad relevante en relación a las obligaciones de los administradores de la sociedad afectada, en cuanto precisa que la obligación de éstos de no realizar actos que perjudiquen el éxito de la oferta, no existirá cuando tales actos se hayan autorizado en Junta de accionistas en el período de validez de la misma oferta. Al respecto, RUIZ PERIS, “La propuesta de la libertad. Observaciones en torno a una nueva Propuesta de Decimotercera Directiva en materia de Derecho de Sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición”, *RDBB*, 1997, pp. 415 y ss.; HERNÁNDEZ SAINZ, E., “Nueva propuesta...”, cit., pp. 457 y ss.

didadas de neutralización” que puede tomar una sociedad que ha lanzado la OPA para compensar las acciones de defensa emprendidas por la sociedad afectada<sup>(85)</sup>. Con estas medidas se intenta impedir cualquier restricción a la transferencia de títulos y al derecho de voto, prevista en los estatutos de la sociedad afectada, e impuesta al oferente una vez que su oferta se haya hecho pública, tales como: limitaciones de propiedad, derechos de aprobación de cualquier transferencia de valores por la sociedad o por otros titulares de valores; limitaciones de derecho de voto, los plazos a su ejercicio o los acuerdos entre titulares de valores. Los artículos 9 y 11 de esta nueva Directiva 2004/25/CE se caracterizan por ser de aplicación voluntaria<sup>(86)</sup>, lo que permitirá a los distintos países decidir si quieren aplicar o no los citados preceptos, no planteando, previsiblemente problemas en cuanto a su trasposición.

En el ámbito del Derecho comparado, las diversas normativas sobre OPAs recogen el deber de pasividad del órgano administrativo de la sociedad afectada mientras dura la vigencia de la OPA, omitiendo toda referencia a las “medidas de neutralización”. Siguiendo esta misma línea, el RD 1197/1991 español ha mantenido una tolerancia absoluta respecto de las defensas estructurales introducidas por la mayoría de las grandes sociedades en sus Estatutos, que contrasta con la pasividad absoluta a que están obligados los administradores al presentarse una OPA (artículo 14). Este precepto se ha mantenido inalterado tras la última modificación del RD 1997/1991, llevada a cabo por el RD 432/2003, de 11 de abril, desaprovechándose por el legislador una oportunidad inmejorable para incluir en nuestra normativa de OPA las “medidas de neutralización” que ya contenía la Propuesta de Decimotercera Directiva. Aunque bien es verdad que el carácter dispositivo de los preceptos de la Directiva (artículos 9 y 11) no hacen obligada su trasposición a nuestro ordenamiento, consideramos que la incorporación, tanto de unas “medidas de neutralización”, como de las exigencias de transparencia de los mecanismos de defensa de las sociedades afectadas por la OPA, que marca el texto comunitario, resulta hoy imprescindible, si lo que se quiere es eliminar las barreras existentes para conseguir la reactivación y consolidación de un verdadero mercado de control societario.

---

(85) Sobre las medidas de neutralización contenidas en la Directiva, véase SIMON, J., “OPA: divine surprise ou faux semblant?”, *EUREDIA*, 2003/3, pp. 329 y ss.

(86) Cabe también la posibilidad de que los Estados no opten por aplicar estos principios de la Directiva y sean las empresas quienes elijan si quieren aplicar alguno de ellos. Además, si un país opta por aplicarlos siempre puede dar una exención a una empresa nacional objeto de una OPA, si la sociedad que la lanza pertenece a un Estado donde las medidas defensivas están autorizadas.

#### IV. CONCLUSIONES

La composición accionarial de las grandes sociedades cotizadas españolas configura la primera de las barreras en el difícil camino de la OPA en la adquisición del control societario. La escasa dispersión accionarial de su capital o el elevado porcentaje de accionistas significativos (institucionales o grupos financieros), que de forma directa o indirecta detentan paquetes accionariales de control en las empresas, trae como consecuencia que sólo el 27'9% de éstas sean susceptibles de cambiar el control mediante OPA en contra de la voluntad del grupo de control. En consonancia con este dato, se ha observado un predominio de las OPAs que tienen por finalidad el "aumento de participación", según la intención declarada por el propio oferente en el folleto informativo, y que no encajan dentro de la categoría de OPAs de cambio de control. Ello es debido a que en la mayoría de estas operaciones el oferente ya detentaba una participación significativa en el capital de la sociedad afectada con anterioridad a la presentación de la OPA, o bien detentaba una participación inferior pero que de hecho le confería el control. A todo ello hemos de sumar la tendencia generalizada de los directivos de las empresas españolas a emplear en su estrategia empresarial otros instrumentos diferentes a la OPA para llevar a cabo los cambios de control, como es el caso de las fusiones o los acuerdos previos de venta de acciones.

En el campo de los obstáculos técnicos debemos comenzar por desterrar la propia terminología de "OPA hostil" y sustituirla por otra más acorde a la realidad que pretende definirse, como pudiera ser la de "OPA unilateral" o de "iniciativa unilateral", pues en ningún caso puede decirse que exista "hostilidad" hacia los accionistas titulares de los valores. La OPA les sitúa ante una propuesta que les permite vender sus títulos a un precio superior a la cotización de mercado, y que podrán voluntariamente aceptar. Con la OPA "hostil" o de iniciativa unilateral se produce una "democratización de las sociedades", siendo los accionistas los que en última instancia van a decidir sobre los cambios de control en la sociedad. Pero el cambio terminológico no será suficiente si no va acompañado de un cambio en la concepción social de la "OPA hostil", que deje de considerarla como un acto de "sabotaje empresarial", eliminando sus rasgos conflictivos y aflorando otros, asociados a la tutela del accionistas y del interés social.

Tampoco ha ayudado a salvar las barreras existentes en el camino de la OPA la opción en favor de la OPA parcial para acceder al control, seguida por el RD 1197/1991. En las tomas de control realizadas a través de OPAs parciales, no sólo son los pequeños accionistas los que se ven perjudicados a causa del necesario prorrateo, sino que además, dado que la mayoría de las sociedades cotizadas españolas tienen accionistas de control, éstos automáticamente rechazarán toda OPA que no se extienda a la totalidad del capital en circulación. Y el

RD 432/2003 no ha hecho más que empeorar esta situación, ya que combina supuestos de OPA parcial y totalitaria con supuestos de OPA *a priori* y *a posteriori* sin ninguna sistemática que lo justifique.

De igual manera, en cuanto a la modalidad de control administrativo, el RD opta por la “autorización administrativa”, confiriendo a la CNMV facultades que le permiten realizar un control sustantivo sobre los folletos. El marco delimitador de sus funciones ha permitido que los poderes de la Comisión entren en el terrero de la discrecionalidad administrativa, pudiendo entorpecer una OPA que no considere oportuna y propiciando el riesgo de trato desigual entre los oferentes. Por otro lado, nuestro derecho no incorpora ninguna de las medidas utilizadas en el derecho comparado para garantizar la imparcialidad de este órgano en los procedimientos —*v.gr.*, la dualidad orgánica, potestades meramente supervisoras, actuación supervisada por otro órgano o el establecimiento de un contenido reglado del folleto informativo a través del uso de unos “modelos”—.

Por último, no debemos olvidar que el RD español no prevé tampoco ninguna “medida de neutralización” contra los “blindajes” que han instalado buena parte de las grandes sociedades en sus estatutos sociales para impedir que OPAs futuras puedan prosperar. El deber de pasividad del órgano administrativo de la sociedad afectada que consagra el artículo 14 del RD resulta hoy insuficiente para garantizar el normal desarrollo de la operación sin interferencia por parte de los administradores, y las nuevas realidades exigen un mayor nivel de transparencia de los mecanismos de defensa de las sociedades afectadas por la OPA. En realidad, no sabemos hasta qué punto la escasez de operaciones hostiles entre grandes sociedades, se debe a este defectuoso marco regulador o a otros aspectos de tipo estructural; lo cierto es que la actual normativa de OPAs está impidiendo que esta figura ocupe el verdadero papel —de mecanismo de control societario— que el legislador le tiene encomendado. La reforma del marco regulador de las OPAs en España es más que urgente, acuciante, y ha de afrontarse a la vista de la nueva Directiva, teniendo en cuenta que la creación de un Mercado Único de control en la Unión Europea es hoy una realidad que se atisba en el horizonte.

# **¿HACIA DÓNDE SE DIRIGEN LAS CAJAS DE AHORROS?**

## **Una aproximación a la reciente evolución de estas entidades financieras**

MARÍA JESÚS PEÑAS MOYANO  
*Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad de Valladolid*

---

### **SUMARIO**

- I. CONSIDERACIONES PREVIAS.
  - II. LAS PECULIARIDADES DE LAS CAJAS DE AHORROS COMO ENTIDADES DE CRÉDITO.
  - III. LAS ÚLTIMAS REFORMAS DEL SISTEMA FINANCIERO EN MATERIA DE CAJAS DE AHORROS.
    - 1. **Profesionalidad e independencia de la gestión.**
    - 2. **Cuotas participativas: del Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, al Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero.**
    - 3. **“Gobierno corporativo”. Informe anual y otros informes. Especial referencia a las comisiones del consejo de administración: inversiones, retribuciones y auditoría.**
  - IV. ¿BANCOS O CAJAS? QUÉ MÁS DA.
  - V. BIBLIOGRAFÍA.
- 

### **I. CONSIDERACIONES PREVIAS**

Con relativa frecuencia los medios periodísticos ofrecen en los últimos tiempos espacios dedicados a las cajas de ahorros, apareciendo en la informa-

ción una mezcla de los aspectos económicos, jurídicos y políticos. Ello es una prueba de la enorme repercusión que tienen, en el sistema financiero en general, los cambios que se están produciendo en las cajas y no digamos ya en el proceso de adaptación autonómica de las distintas reformas al ejercerse competencias legislativas compartidas que generan las correspondientes discusiones en torno a lo que se considera o no básico.

Sin embargo, estas entidades que tradicionalmente y por sus limitaciones han ido a la zaga de los auténticos bancos al ser instituciones preferentemente locales y de limitada actividad, no aparecen hoy a los ojos del ciudadano medio con un carácter diverso respecto a aquellos en cuanto a servicios se refiere. Y es que en los últimos tiempos su expansión y la cuota de mercado que han sido capaces de acaparar las ha situado en un nivel que hace temer a los bancos de toda la vida, con los que compiten prácticamente en todos los mercados y sectores, a lo que debe añadirse el poder económico por ellas alcanzado al gestionar cuantiosos recursos financieros, muy apetecibles por los distintos gobiernos, locales y autonómicos.

Las reformas más recientes sobre la materia, que no son pocas, —nos estamos refiriendo a la llamada Ley financiera, Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican tanto la LMV como el TRLSA, llamada también Ley de transparencia, así como las Órdenes Ministeriales que desarrollan algunos de sus artículos y la disposición adicional segunda, la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, el Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas—, han impulsado de manera definitiva esta evolución imparable hacia una mayor homogeneidad de las principales entidades de crédito avanzando, sobre todo, en la profesionalidad e independencia de la gestión de las cajas de ahorros, como uno de los principales datos a tener en cuenta y en su equiparación, en particular en cuanto a eficiencia se refiere, respecto a los bancos. Reformas como la irrevocabilidad de los consejeros generales y de los vocales del consejo de administración; la limitación al 50% de los derechos de voto de la representación de las administraciones públicas y entidades y corporaciones de derecho público en sus órganos de gobierno; la necesidad de crear un comité de auditoría o, en su caso, incorporar sus competencias a la comisión de control; la necesidad igualmente de crear una comisión de retribuciones y otra de inversiones en el seno de su consejo de administración o el nuevo régimen jurídico de las cuotas participativas —si su puesta en funcionamiento esta vez sí es exitosa (de momento las cajas no están haciendo uso de ellas y se comenta que no lo van a hacer en el futuro, o al menos, de momento)— son dignas de comentario y permiten situar a las cajas en el lugar que les corresponde a nivel empresarial, en el ejercicio de una actividad que por el modo de llevarla a la práctica no tendría por qué haber sido diferenciada del modo de ejercicio practicado por los bancos. Ello se pon-

drá sobre todo de manifiesto si finalmente las cuotas participativas comienzan a emitirse y a cotizarse en los mercados secundarios organizados como está previsto, con la circunstancia añadida de que las cajas que emitan valores admitidos a negociación oficial, deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo. Significaría, en definitiva, la incorporación de este sector tan relevante a mercados de aquel tipo, quedando sometido diariamente a la valoración de los mismos y produciéndose al tiempo una ampliación de la oferta bursátil. No cabe duda, por tanto, de la trascendencia de los cambios que se van a ir produciendo como consecuencia de las modificaciones normativas que han tenido lugar<sup>(1)</sup>.

Cuestiones de esta índole son las que se intentan abordar en estas páginas tratando de situar a estas entidades financieras en el contexto oportuno y adivi-

---

(1) No se pueden tampoco olvidar —aunque no pretendemos hacer más comentarios sobre esta figura— las *participaciones preferentes*, que constituyen junto a las cuotas participativas un instrumento para el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros. Tales participaciones no han sido objeto de regulación por la Ley Financiera, sino que se han postergado a la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Su disposición adicional tercera modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligación de información de los intermediarios financieros, añadiéndole una disposición adicional segunda donde se regulan dichas participaciones, incluido el régimen fiscal. Tal vez, la principal cuestión a destacar es que van a poder ser emitidas directamente por la entidad financiera en España —es un instrumento que no se circunscribe a las cajas de ahorros— si bien con una limitación explícita a su volumen, que no exceda del 30% de los recursos propios del propio grupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión. Por lo demás, no otorgan a sus titulares derechos políticos de carácter general, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión; no ofrecen tampoco derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones; van a tener derecho a percibir una remuneración predeterminada no acumulativa, estando el devengo de dicha remuneración condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable; van a tener carácter perpetuo, aunque se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año de su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España; y, por último, van a cotizar en mercados secundarios organizados.

Hasta la fecha, casi la práctica totalidad de las emisiones de participaciones preferentes ha sido realizada a través de sociedades filiales de cajas de ahorros con domicilio en paraísos fiscales, sobre todo, en las Islas Caimán, aplicando el régimen fiscal de tales islas, lo que generaba ciertas reticencias e incertidumbres en torno a la residencia de las sociedades emisoras de tales *preferente shares*, vid. PEINADO GRACIA, J.L., “Apuntes para la reforma de las cajas de ahorros y los recursos propios”, *Banca, Borsa e Titoli de credito*, núm. 6, 2002, p. 805, n. 43. Sobre el régimen jurídico actual de tales participaciones preferentes, puede consultarse IGLESIAS PRADA, J.L., “Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros. Cuotas participativas y participaciones preferentes”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, pp. 57 y ss. y más recientemente FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Las participaciones preferentes. Un híbrido financiero supletorio del capital social*, Thomson-Civitas, Madrid, 2005.

nar en cierto modo cuáles van a ser sus actuaciones más inmediatas como consecuencia, fundamentalmente, de la creciente necesidad de recursos propios experimentada a raíz de las mayores inversiones crediticias realizadas frente a lo que durante mucho tiempo fue la actividad propia de las cajas, esto es, la captación de recursos de sus clientes.

No se va a hacer un estudio económico de la cuestión puesto que el acercamiento que nosotros pretendemos hacer a estas cuestiones, tal y como nos corresponde, es de índole jurídica. Pero tampoco puede soslayarse que en estos sectores del conocimiento, la interdisciplinariedad no sólo es manifiesta, sino también necesaria, y por ello lo que de ningún modo puede desconocerse son las causas que generan estos cambios, donde las raíces económicas son incontestables.

## II. LAS PECULIARIDADES DE LAS CAJAS DE AHORROS COMO ENTIDADES DE CRÉDITO

Las cajas de ahorros constituyen en nuestro país un conjunto muy importante de entidades de crédito con unas peculiaridades ciertamente notables que permiten su distinción, y con una historia de casi dos siglos que avala su actividad. Es precisamente esta historia, interesantísima, una de las principales pruebas de la complejidad de la naturaleza jurídica de estas instituciones, así como de las dificultades que plantea su clarificación. Su nacimiento, ajeno a cualquier regulación jurídica, con diversidad de orígenes (privado —bien sea por la vía eclesiástica o filantrópica— o público) y formas de organización y funcionamiento (fundaciones benéficas o incluso sociedades por acciones), a lo que ha de añadirse la autonomía estatutaria de los primeros años, impiden un acercamiento y una concepción unitaria de esta figura, sin olvidar las sucesivas normas jurídicas que la han ido abordando y que en poco han contribuido a clarificar su naturaleza jurídica <sup>(2)</sup>.

Pues bien, una de las primeras y principales peculiaridades que deben reseñarse es su forma institucional de fundaciones <sup>(3)</sup>. Se trata de una circunstancia realmente interesante que genera un cúmulo de consecuencias posteriores y da explicación a gran parte de las especialidades que se pretenden reseñar,

---

<sup>(2)</sup> Vid. CASARES MARCOS, A., *Cajas de ahorros: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant lo blanch, Valencia, 2003, pp. 89 y ss.

<sup>(3)</sup> El Real Decreto-Ley de 9 de abril de 1916 instauró el registro administrativo de Cajas Generales de Ahorro Popular, iniciando al tiempo el proceso de reconducción de todas las cajas a unos requisitos mínimos imprescindibles para su funcionamiento entre los que figuraba la necesidad de revestir la forma de fundaciones.

aunque ello no signifique la pacificación de esta materia, puesto que, a pesar de las características decididamente fundacionales de las cajas de ahorros<sup>(4)</sup>, éstas no terminan de sentirse cómodas en esta forma de personificación, motivando incluso que muchas de ellas hayan optado por la constitución de fundaciones dependientes a las que se encarga la gestión de la obra social. Aún más, puede decirse que es una forma privada de fundación-empresa, tal vez, el exponente primero y principal de esta controvertida figura, y cuya teorización ofrece un marco adecuado para permitir una explicación razonable a la naturaleza jurídica de las cajas, en las que siempre ha sobresalido la actividad crediticia aunque se realizase con criterios diferentes a los de otros intermediarios financieros.

Hay que decir, sin embargo, que ningún texto —ni la Ley de fundaciones actual, ni las normas reguladoras de las cajas de ahorros— se dirige a esta figura con tal calificación, aunque tampoco la niega, de igual modo que el Tribunal Constitucional ni se refiere expresamente a la fundación-empresa cuando ha tratado el tema<sup>(5)</sup>, ni niega de forma definitiva esta posibilidad. Vienen, pues, las cajas de ahorros a caracterizarse por la adscripción a través de un acto fundacional de una masa patrimonial independiente a la realización de una actividad empresarial de intermediación crediticia en la que resulta obvio que no estamos ante una organización al servicio exclusivo de la voluntad del fundador como es propio de una fundación común.

Sin embargo, en esta actividad empresarial aparecen también importantes finalidades de carácter social, que son las que han permitido señalar que el papel social de las cajas de ahorros sólo puede seguir siendo desempeñado hacia el futuro con la forma jurídica de fundaciones. Y es por este motivo por el que a pesar de los importantes cambios que se han producido con la Ley financiera, ninguno ha ido en la línea de modificar su naturaleza jurídica como sí ha

---

(4) Vid. CASARES MARCOS, op. cit., p. 156.

(5) Se trata de la conocidísima Sentencia 49/1988, de 22 de marzo, sobre la que tantas páginas se han escrito, pero que como ha señalado CASARES MARCOS, op. cit., pp. 421 y 422, a pesar de la enorme relevancia alcanzada por este pronunciamiento constitucional, poca utilidad tiene después en la práctica para solucionar el tema de la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros, añadiendo que, como consecuencia de su ambigüedad, ha sido utilizado tanto por los defensores como por los detractores de esta teoría de la fundación-empresa. La mencionada Sentencia tenía por objeto resolver tres recursos de constitucionalidad acumulados y dirigidos contra la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros (LORCA); uno de ellos interpuesto por el Comisionado que actuaba en representación de 54 diputados y los otros dos por el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña y por la Junta de Galicia, respectivamente. Tales recursos fueron interpuestos contra la totalidad de la Ley y, en especial, contra un numeroso número de preceptos que podía ampliarse a cualesquiera otros que por su carácter detallado y reglamentista no puedan ser considerados como básicos. Una lectura de esta Sentencia y un comentario a la misma puede realizarse en CRESPO, M. y LLOPIS, G., “Jurisprudencia constitucional sobre Cajas de Ahorros”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 71, 2001, pp. 106 a 139.

sucedido en algunos países del entorno europeo <sup>(6)</sup>. Ninguna fuerza política ha solicitado una privatización o desmutualización de las cajas de ahorros (entendida como conversión de las cajas en sociedades anónimas), lo que permite hablar incluso de un reforzamiento institucional de las mismas, superándose iniciativas de un pasado reciente entre las que sobresalía la conveniencia de

---

(6) En algunos países prácticamente han llegado a desaparecer como sucede con Gran Bretaña, y en otros se han producido importantes cambios en su forma jurídica abandonando la tradicional forma de fundaciones, con la circunstancia añadida de que las sociedades resultantes han sido rápidamente absorbidas por otros grupos bancarios más potentes reduciéndose con ello la competencia en este sector. Y lo que aún es más grave, perdiéndose el espíritu social que ha animado a las cajas desde su origen al prevalecer únicamente la maximización de los beneficios y el reparto de excedentes entre los propietarios. La problemática, por tanto, ha sido común en distintos países del entorno europeo y ha sido afrontada respetando en mayor o menor medida la forma jurídica originaria de las cajas, a través de instrumentos que permitiesen fortalecer sus recursos propios o a través de potenciar procesos de alianzas o fusiones. Vid. LAGARES CALVO, M., "Las Cajas de Ahorros en la nueva Ley financiera", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 171, noviembre-diciembre, 2002, p. 102 y sobre todo, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., "La transformación de las cajas de ahorro operada en el ámbito comunitario", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 85, enero-marzo, 2002, pp. 123 y ss. y *Las fundaciones bancarias: de cajas de ahorros a sociedades de capital. La experiencia italiana*, Universidad de Granada, Granada, 2003, pássim, donde realiza un pormenorizado estudio, elogiándolo, del caso italiano. Vid., igualmente, LÓPEZ DEL PASO, R., "Las Cajas de Ahorros en el continente europeo: un modelo llamado a persistir", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 176, septiembre-octubre, 2003, pp. 142-150, quien sintetiza de un modo adecuado la cuestión al diferenciar dos grupos de países: un primer grupo (Gran Bretaña, Italia, Irlanda, Francia) en el que se ha producido un proceso de concentración y reforma que ha llevado a la desaparición del sector cuando las entidades presentaban un reducido tamaño y/o potenciales problemas para afrontar la adopción de la nueva normativa —falta de solidez financiera, dificultades de acceso a los mercados de capitales—, como la de mayores requerimientos de capital. Y aquel otro grupo (España, Alemania, Finlandia, Noruega y Suecia) en el que las cajas han reforzado su posición en el mercado al extenderse por el territorio aprovechando su extraordinaria capilaridad, lo que les ha permitido obtener una mayor cuota de crédito concedido y de ahorro captado de familias y empresas, introduciendo además nuevas fórmulas de captación de recursos propios —cuotas participativas, fundamentalmente— racionalizando las entidades de menor dimensión.

Resulta también oportuno mencionar la situación especial que viven las cajas en Alemania, caracterizadas gran parte de ellas por el pequeño tamaño, su carácter público y la municipalización. Ello ha motivado en parte el debate-conflicto que mantienen con la Comisión europea en cuanto a la actuación de la Administración alemana que garantiza la actividad de las cajas, así como las deudas frente a terceros acreedores que podrían considerarse ayudas ilegales contrarias a las previsiones del Tratado. Vid., sobre el particular, FUERTES, M., "Las cajas de ahorros locales en Alemania: noticia de un servicio público y de su controvertido debate en el ámbito comunitario", *Revista de Administración Pública*, núm. 161, mayo-agosto, 2003, pp. 513 y ss. Sobre el caso noruego, puede consultarse PEINADO GRACIA, op. cit., en especial, pp. 801-804, donde se hace referencia a los *primary capital certificate*, muy similares a las cuotas participativas españolas —con la salvedad de otorgar derechos políticos, en determinadas circunstancias—, de los que se han servido las cajas noruegas para reforzar sus recursos propios de calidad y mantener su carácter de fundaciones de naturaleza jurídica privada.

transformarlas en sociedades de capital con el objeto de alcanzar determinados niveles de eficiencia que se supone se alcanzan a través de incorporar a valores negociables la propiedad de la empresa <sup>(7)</sup>. Se mantiene, de este modo, la forma jurídica que ha perdurado a lo largo del tiempo, sin discusión alguna respecto a su carácter privado vinculado a su vez a la naturaleza también privada de la actividad crediticia que desarrollan.

Así pues, la identidad de las cajas viene determinada, como punto de partida, por su condición de entidades de crédito y el régimen jurídico asignado a las mismas, en particular, en materia de garantías financieras, que va a ser de aplicación en su totalidad. Pero ello no debe significar, y así se ha puesto ya de manifiesto, la pérdida de relevancia de la obra social <sup>(8)</sup> que realizan. Más bien al contrario, constituye ésta un elemento que permite distinguir las cualitativamente respecto al resto de entidades de crédito, y que además las cajas de ahorros deberían potenciar porque constituye la materialización y el signo evidente de su naturaleza institucional de fundaciones privadas que motivó en la mayoría de los casos su origen por el espíritu que animó a sus fundadores. En este sentido, no es ni debe convertirse en una actividad meramente residual porque supondría una desvirtualización de su naturaleza jurídica en la que la vertiente social de la empresa va pareja a la vertiente mercantil, convirtiéndola en una especialidad institucional que, de nuevo hay que decirlo, permite diferenciar a las cajas del resto de las entidades de crédito que operan en los mercados. Ahora bien, qué duda cabe que esa marcha hacia la consecución de la eficiencia y la presencia en nuevos mercados como las bolsas de valores a través de instrumentos como las cuotas participativas, van a suponer, seguramente, cambios en detrimento de dicha obra social. En concreto, en el artículo 9 del nuevo Reglamento sobre cuotas participativas de 20 de febrero de 2004 se indica que “el porcentaje de retribución de las cuotas sobre su parte en el excedente de libre disposición no podrá ser inferior, en cada ejercicio, al porcentaje que se atribuya a la obra benéfico-social sobre la parte del excedente de libre disposición que no corresponda a las cuotas participativas, ni superior al 50%”. En definitiva, la nueva regulación está estableciendo un mínimo de retribución para estos valores que no puede ser inferior a la obra social de las cajas y que puede perjudicar a la misma. En este sentido, por tanto, hubiera sido oportuno

---

(7) Vid. LAGARES CALVO, “Las Cajas de Ahorros en la nueva Ley Financiera...”, cit., pp. 99 y 100.

(8) La obra social de las cajas de ahorros se concibe en términos generales como la devolución a la sociedad de parte de los beneficios obtenidos a través del ejercicio de la actividad financiera de la entidad en el mercado dentro de su ámbito de actuación y una vez satisfechas las obligaciones legales y constituidas las pertinentes reservas legales. Vid. CASARES MARCOS, op. cit., p. 432.

que se hubiese regulado más este aspecto para que la dotación que deben hacer las cajas a la obra social no se vea afectada en absoluto y se haga realidad la afirmación realizada por el Banco de España relativa a que la prudencia en la retribución de las cuotas es un valor a proteger de manera especial <sup>(9)</sup>.

A pesar de este alegato a favor de la obra social de las cajas de ahorros, no puede olvidarse un dato que resulta fundamental y es que el comentado carácter social de las cajas ha de referirse únicamente a sus fines, no a su estructura organizativa, pues no deja de ser un ente con personalidad jurídica única, exclusivamente privada, como prototipo de la fundación-empresa, en este caso de crédito. Esto significa, reafirmando la idea ya expuesta arriba, que la consideración jurídica de las cajas como fundaciones para fines benéfico-sociales ocupa un plano secundario respecto a su actividad principal como empresas crediticias. De modo que, a pesar de su importancia, no se puede calificar a la obra social como determinante de la naturaleza de las cajas, aunque sí contribuya de modo decisivo a su caracterización.

Son tres, por tanto, las cuestiones fundamentales que se desprenden de esta complicada naturaleza jurídica: en primer lugar, su calificación institucional como fundaciones; en segundo lugar, su actividad esencial de empresa de crédito y, por último, su naturaleza jurídica privada en todo caso, independientemente de la calificación del fundador <sup>(10)</sup>.

Hay otras cuestiones como la inexistencia (o existencia) de ánimo de lucro que no resultan determinantes para definir esta naturaleza jurídica. Tradicionalmente se ha venido manifestando que las cajas de ahorros son entidades sin ánimo de lucro, lo cual como se sabe no es un elemento imprescindible para obtener la condición de empresario, siempre y cuando desarrolle la actividad con criterios competitivos y de rentabilidad que es lo que ha convertido a las cajas en empresarios del sector financiero con la suficiente organización y estructura empresarial.

Esta cuestión también se ha planteado desde otro punto de vista al contemplar al ánimo de lucro en un sentido amplio que no implica ni más ni menos lo que ya se ha planteado: la actuación conforme a un principio de economía dirigido a la obtención de excedentes líquidos y a la rentabilidad económica de la empresa <sup>(11)</sup>. Resulta claro, por tanto, que este requisito debe ser interpreta-

---

(9) Vid. *La Gaceta de los Negocios*, miércoles 18 de febrero de 2004.

(10) Vid., al respecto, GONZÁLEZ MORENO, J.M., "Cajas de Ahorros", AAVV, *Derecho del Mercado Financiero*, tomo I, volumen I, Alonso Ureba, Martínez-Simancas Sánchez (dirs.), Civitas, Madrid, 1994, p. 185.

(11) Vid. TAPIA HERMIDA, A.J., "La financiación externa de las cajas de ahorros, en particular, las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 43, julio-septiembre, 1991, pp. 694 y 695.

do conforme a la realidad jurídica y económica que representan las cajas en el momento presente y a lo que significan las categorías jurídicas actuales. Es cierto, en todo caso, que las cajas deben obtener algún tipo de excedente, pues de lo contrario no podrían subsistir y menos aún convencer al público en general de las bondades de un instrumento financiero como son las cuotas participativas, si éstas no conllevaran algún tipo de retribución <sup>(12)</sup>.

### III. LAS ÚLTIMAS REFORMAS DEL SISTEMA FINANCIERO EN MATERIA DE CAJAS DE AHORROS

La primera de las Leyes <sup>(13)</sup> que en breve espacio de tiempo ha introducido reformas en las cajas de ahorros ha sido la Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero, de 22 de noviembre, que contempla como uno de sus puntos más polémicos y debatidos la reforma de la Ley 31/1985, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros de 2 de agosto de 1985 (LORCA), de la que llegó a modificar dieciséis de sus artículos y disposiciones. Efectivamente, el artículo 8 de aquella Ley tiene por objeto reformar el régimen jurídico institucional de las cajas de ahorros como una pieza más de la transformación del sistema financiero, necesaria para la modernización de la economía española. Sin entrar a considerar de forma plena si el método elegido para proceder a esta reforma ha sido el más adecuado <sup>(14)</sup> y partiendo únicamente de los datos normativos existentes, vamos a tratar de examinar el alcance de las novedades introducidas así como la trascendencia que tienen o pueden tener en el mercado crediticio, pero todo ello sobre la base de un dato fundamental y es que a pesar de las reformas que han tenido lugar, la esencia de las cajas y el esquema organizativo de las mismas recogido en la Ley

---

<sup>(12)</sup> Vid. GONZÁLEZ MORENO, op. cit., pp. 190 y 191.

<sup>(13)</sup> En realidad, la primera modificación reciente que ha tenido lugar, aunque de menor calado que las que nos proponemos comentar, fue consecuencia de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. En concreto, su artículo 75 procedió a modificar un precepto de la LORCA, el 29, reorganizando la normativa a la que deben someterse los órganos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y derogando el artículo 30, referido a la comisión de control como órgano de la CECA.

<sup>(14)</sup> Las opiniones al respecto son de distinto signo. Por un lado, se ha afirmado que la Ley financiera es un instrumento legislativo adecuado a las necesidades del sistema financiero actual al lograr agrupar en un único texto legislativo todas las modificaciones que resulta necesario realizar en un determinado momento, a modo de respuesta única y horizontal para los sectores banca, seguros y mercado de valores. Se ha considerado además como una novedad muy interesante en la práctica legislativa que, por otro lado, no es nueva en nuestro entorno ya que, por ejemplo, Alemania desde hace años aprueba con carácter prácticamente anual una "Ley financiera" donde va recogiendo las medidas suficientes para ir actualizando su sistema financiero; en este sentido, el legislador español estaría ensayando una técnica parecida que

de 1985 no han variado en modo alguno, manteniéndose en estos aspectos inalterables y sin atender a las críticas que desde distintos sectores han tenido lugar<sup>(15)</sup>. Otras normas posteriores en el tiempo como la Ley 26/2003, no sólo han introducido modificaciones en la LORCA sino que también han modificado textos fundamentales como la LMV para incluir cuestiones relacionadas con las cajas de ahorros —como la relativa a la obligación de elaborar un informe

---

supondría una prolongación de las Leyes de acompañamiento utilizadas hasta el momento. Ésta es la opinión de MÉNDEZ ÁLVAREZ CEDRÓN, J.M.<sup>a</sup> y GARCÍA ANDRÉS, G., “La Ley Financiera: un nuevo hito en la reforma del sistema financiero español”, *Información Comercial Española*, núm. 801, agosto-septiembre, 2002, pp. 14 a 16 y 24. Esta forma de legislar —que parecía definitivamente instalada al menos antes del cambio de Gobierno— es para otros autores origen de una profunda inseguridad jurídica que parece después querer contrarrestarse con el encargo al Gobierno para elaborar textos refundidos sobre las materias y leyes que aparecen más tocados. Además el acercamiento y estudio de esta Ley de medidas de reforma ciertamente es farragoso, pues hay textos como los de la Ley del Mercado de Valores que aparecen sucesivamente modificados por varios de sus artículos siendo el resultado final cuando menos confuso, por no mencionar varios artículos de la propia Ley que parecen auténticos cajones de sastre. Así, SALVADOR ARMENDÁRIZ, M.<sup>a</sup> A., “Una aproximación a la Ley de medidas de reforma del sistema financiero”, *Revista Jurídica de Navarra*, núm. 34, 2002, pp. 102 y 103. No queremos ocultar que nos decantamos más bien por este segundo tipo de opiniones que tratan de poner de manifiesto la ausencia de técnica legislativa y la inseguridad jurídica que genera la elaboración de normas con estos criterios. Por su parte, el parecer de SÁNCHEZ CALERO al respecto es más equilibrado, pero sin ocultar en todo caso la insuficiencia de la Ley y su inspiración en un criterio de oportunidad entendido como “el aprovechamiento de un mismo cauce normativo para reformar todos los aspectos legales de funcionamiento de los distintos mercados financieros que precisaban de una puesta al día, así como la adopción de nuevas disposiciones reclamadas por la evolución de esos mercados”. No deja tampoco, por tanto, de cuestionar la Ley por su falta de sistemática y por la amenaza que supone desvirtuar la coherencia de las normas afectadas. Vid. la presentación a la obra *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, F. Sánchez Calero y Juan Sánchez-Calero Guilarte (coords.), Aranzadi, Pamplona, 2003, pp. 13 y 14.

En realidad, podría plantearse que se trata de un problema mucho más profundo, larvado a lo largo del tiempo, puesto que no se termina de afrontar la elaboración de leyes generales que den respuesta a las cuestiones que plantea la realidad y se opta por ir realizando parches que se incorporan a las leyes ya vigentes enrareciendo aún más su comprensión, teniendo en cuenta además que muchas de las reformas llevadas a cabo carecen de la trascendencia que en principio se les ha querido imprimir. Así, en opinión de SANTAMARÍA PASTOR, J.A., “Los órganos de gobierno de las cajas: un trienio de minireformas y contrarreformas”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, p. 27, no resulta sólo cuestionable el vehículo de la reforma, sino también su contenido sustantivo, que con alarmante frecuencia se limita a la práctica de modificaciones legales mínimas. A esta crítica ha de añadirse la necesaria e importante labor de depuración de normas en este sector financiero, particularmente de carácter reglamentario, como consecuencia del elevado número existente. Vid. ANTÓN PÉREZ, J.A., “Legislación financiera y cajas de ahorros. Situación actual”, *Papeles de Economía Española*, núm. 100, volumen I, 2004, p. 261.

(15) Así, SANTAMARÍA PASTOR, op. cit., p. 28.

de gobierno corporativo—, respecto a las cuales tal vez hubiera sido más correcto, desde un punto de vista formal o de técnica legislativa, su incorporación a la LORCA.

En todo caso, con carácter previo al tratamiento de estas novedades, creemos que debe hacerse mención a un tema que si bien puede ser calificado de aquel modo y, por tanto, como una novedad, implica también el mantenimiento de la naturaleza jurídica privada de las cajas de ahorros, tantas veces discutida. Efectivamente, con la Ley financiera de 2002 se ha tratado de evitar, entre otros objetivos, que algunas cajas pudieran ser consideradas en el ámbito europeo como organismos públicos por superar el 50% de los derechos de voto en los órganos de gobierno de una entidad privada por parte de una institución pública como consecuencia de que LORCA en su redacción original permitía que se alcanzasen porcentajes de hasta el 65%<sup>(16)</sup>.

Como consecuencia precisamente de este problema y por el hecho de que algunas cajas de ahorros pudieran tener en sus asambleas porcentajes como los señalados y hasta del 70%<sup>(17)</sup> ocupados por los representantes de ayuntamientos y otros patronos públicos, además de permitir asumir el control de la caja, podría dar lugar a que los créditos o préstamos que pudieran conceder las cajas fueran consideradas como empresas públicas, podían ser calificados además como ayudas o subvenciones públicas de acuerdo con el actual artículo 87 del Tratado de Roma, en su versión consolidada. Es por ello por lo que para evitar situaciones de este tipo se introdujo en la Ley financiera una modificación de los porcentajes de la participación pública en la asamblea de modo que en su conjunto no puedan superar el 50% de su composición.

---

(16) Según los datos manejados por PEINADO GRACIA, op. cit., pp. 801 y 802, n. 30, 24 cajas españolas contaban en su consejo con más del 50% de representantes de administraciones públicas, sobre un porcentaje del mercado crediticio representado por las cajas también en torno al 50%. Por su parte, la Directiva 80/723/CEE, modificada por la Directiva 2000/52/CE, y relativa a la transparencia de las relaciones financieras entre los estados miembros y las empresas públicas, así como a la transparencia de determinadas empresas, señala en su artículo 2.1.b) que por empresa pública se considerará “cualquier empresa en que los poderes públicos puedan ejercer, directa o indirectamente, una influencia dominante en razón de la propiedad, de la participación financiera o de las normas que la rigen...”, en relación con el artículo 2.2.c), “se presumirá que hay influencia dominante cuando, en relación a una empresa, el Estado u otras administraciones territoriales, directa o indirectamente (...) puedan designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración u órgano de vigilancia”.

(17) Efectivamente, la representación conjunta de corporaciones municipales, comunidades autónomas y entidades fundadoras han permitido alcanzar cuotas de hasta el 70% de los derechos de voto. Vid., al respecto, SALVADOR ARMENDÁRIZ, op. cit., p. 108, y autores por ella citados en n. 28.

Tales porcentajes de composición de la asamblea no se modifican por primera vez, sino que ya habían tenido que ser reorganizados con anterioridad en varias ocasiones como consecuencia de los cambios económicos y políticos habidos en otros momentos, lo que significa que continuamente hay que realizar la oportuna adaptación a las circunstancias del momento. Así, en 1977, y a través de la reforma Fuentes Quintana, tiene lugar una nueva configuración de los órganos de gobierno en los que van a participar los representantes de los impositores; corporaciones públicas fundadoras de las cajas; entidades científicas, culturales y benéficas y delegados de personal <sup>(18)</sup>. Por su parte la LORCA en su artículo 2.3 dedicado también a la composición de la asamblea general excluyó, por un lado, la representación de entidades científicas y culturales así como la participación de personas de reconocido prestigio en la misma; y, por otro, reorganizó los porcentajes de participación de las restantes entidades: 40% para las corporaciones locales; 11% para las entidades fundadoras, 44% para los depositantes y 5% para los representantes del personal <sup>(19)</sup>. La LORCA recibió en su momento importantes críticas como consecuencia del establecimiento de estos porcentajes para la representación en los órganos de gobierno de las

---

(18) El artículo 2.2 del Real Decreto 2290/1977, derogado con posterioridad por la LORCA, tenía la siguiente redacción: “La Asamblea General estará constituida:

A) Por un mínimo de sesenta, y un máximo de ciento cincuenta consejeros generales, elegidos mediante compromisarios en representación directa de los impositores de la entidad. A tales efectos, la elección de compromisarios se efectuará mediante sorteo público ante notario entre los impositores de la entidad que reúnan los requisitos que se establecen en el artículo tercero y en número no inferior a diez ni superior a veinte por cada consejero general elegible.

B) Por un mínimo de quince consejeros generales y un máximo de treinta representantes de entidades de carácter científico, cultural o benéfico de reconocido arraigo en el ámbito territorial de la Caja. Cuando se trate de Cajas fundadas por personas o instituciones privadas y otras instituciones públicas distintas del estado, diputaciones, cabildos insulares o ayuntamientos, dentro de este grupo de consejeros podrá incluirse una representación de las corporaciones locales en cuyo ámbito territorial la Caja de ahorro desarrolle su actividad financiera. En el caso de Cajas fundadas por el estado, diputaciones, cabildos insulares o ayuntamientos, dentro de este grupo de consejeros generales podrá reservarse una representación de especial importancia la corporación fundadora. Los consejeros representantes del estado, diputaciones, cabildos insulares o ayuntamientos o entidades culturales, científicas o benéficas, serán directamente nombrados por la institución a la que representen.

C) Por los miembros del consejo de administración, cuyo presidente, vicepresidentes y secretario lo serán asimismo de la Asamblea General, y por los de las comisiones de control y de obras sociales”.

El artículo 2.3 señalaba a su vez: “Tres. Los estatutos de cada Caja determinarán el número de compromisarios y consejeros generales elegibles, así como las entidades o corporaciones que habrán de tener representación en la Asamblea General”.

(19) El precepto original antes de su modificación por la Ley financiera era éste: “La representación de los intereses colectivos en la Asamblea General se llevará a efecto mediante la participación de los grupos siguientes:

cajas, y muy en particular en la asamblea general. Y es que a juicio de algunos autores la Ley permitía un auténtico apoderamiento de las cajas por parte de los poderes públicos, en definitiva, una ocupación política incluso en las cajas de ahorros de fundación privada<sup>(20)</sup>, y aunque ahora el problema se reproduce, se plantea en un ámbito más amplio pues el reproche puede llegar incluso desde Bruselas<sup>(21)</sup>.

---

a) Las Corporaciones Municipales en cuyo término tenga abierta oficina la Entidad tendrá una participación del 40% de los Consejeros generales.

b) Los impositores de la Caja de Ahorros tendrán una representación del 44% de los Consejeros generales.

c) Las personas o Entidades fundadoras de las Cajas de Ahorros tendrán una representación del 11% de los Consejeros generales.

Las personas o Entidades fundadoras podrán asignar una parte de su porcentaje de representación a Instituciones de interés social o Corporaciones Locales que a su vez no sean fundadoras de otras Cajas de Ahorros de su ámbito de actuación.

d) Los empleados de las Cajas de Ahorros tendrán una participación del 5% de los Consejeros generales.

En el caso de las Cajas de Ahorros fundadas por Corporaciones Locales, las Entidades fundadoras acumularán a su participación la atribuida a las Corporaciones Municipales en cuyo término tenga abierta oficina la Caja de Ahorros.

En el supuesto de Cajas de Ahorros cuyas personas o Entidades fundadoras no estén identificadas en sus Estatutos a la entrada en vigor de la presente Ley, o bien estándolo no puedan o no deseen ejercitar la representación correspondiente a las mismas, ésta se repartirá proporcionalmente entre los restantes grupos”.

(20) Sobre este particular, resultan relevantes las críticas vertidas por MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., para quien la *municipalización* de estas entidades de crédito desnaturaliza la institución y la politiza entregándola a los acuerdos entre las distintas fuerzas políticas que son las que a la postre van a ocupar sus órganos de gobierno. Vid. *Derecho Administrativo económico*, II, La Ley, Madrid, 1991, p. 248, seguido por SALVADOR ARMENDÁRIZ, op. cit., p. 108.

(21) Aunque es muy probable que evitar la calificación de las cajas como empresas públicas haya sido la intención del legislador a la hora de proceder a esta reforma, voces muy autorizadas como la de SANTAMARÍA PASTOR, sin criticar que el legislador español haya querido blindar el sistema frente a eventuales interpretaciones de la Directiva 80/723/CEE, considera bajo su punto de vista, que el problema no existía y que de haber existido realmente, no se hubiera resuelto de modo satisfactorio con la reforma propuesta. Efectivamente, considera que el factor que se tiene en cuenta para considerar a una empresa como pública no es el factor estructural, sino el funcional o lo que es lo mismo, la posibilidad de ser utilizada como instrumento por un ente público concreto. Si se tiene en cuenta que una empresa como las cajas “cuyos miembros de órganos de gobierno pertenecen a una pluralidad de administraciones independientes entre sí (no sólo formalmente, sino políticamente) o incluso, enfrentadas, ninguna de las cuales ostente una posición de dominio efectivo que le permita, de hecho, controlar la gestión, no puede ser considerada en modo alguno como una empresa pública, justamente porque no actúa ni puede actuar como entidad instrumental de ninguno de los entes públicos participantes en sus órganos de gobierno”. No considera además que la limitación impuesta sea la adecuada para atajar el problema porque existen otros grupos como el de impositores, en el

Pues bien, la Ley financiera ha tratado también de introducir un mayor equilibrio en la representación de estos grupos, que aparecen, en todo caso, consolidados como los cuatro grupos esenciales de representación institucional necesariamente presentes en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros tal y como ya habían sido recogidos en su momento en la LORCA. A este respecto, la Ley establece porcentajes máximos y mínimos en dicha representación para evitar el tipo de problemas que ya se ha señalado con anterioridad. Al mismo tiempo, se ha intentado conseguir otro importante objetivo impidiendo que ninguno de los grupos de representación pueda tener mayoría absoluta en los órganos de gobierno de las cajas, imponiendo sus criterios al resto <sup>(22)</sup>.

Las modificaciones realizadas en el artículo 2 de la LORCA no finalizan aquí, puesto que la Ley de Acompañamiento de 2003 lo ha retocado de nuevo añadiendo un párrafo en su apartado 3 <sup>(23)</sup>, de enorme trascendencia política respecto al gobierno central y frente al desarrollo que de la Ley venían realizando algunas Comunidades Autónomas, sobre todo en lo que se refiere a la elección de los representantes de los impositores y de corporaciones locales de aquellas localidades fuera de la Comunidad respectiva en las que las cajas

---

que además se ha elevado el porcentaje de participación, que es totalmente permeable al esquema de partidos políticos que gobiernan las administraciones y también a otros tipos de organizaciones. Por todo ello, no se elimina el riesgo de aplicación de la Directiva porque las autoridades comunitarias pueden decidir utilizar en su aplicación la técnica del levantamiento del velo, “de manera que computasen como integrantes de una misma representación pública a todos los consejeros impositores que, por su comportamiento en las asambleas, vinieran a formar un bloque fáctico con los miembros del partido político dominante (en la comunidad autónoma y en algunos ayuntamientos)”. Vid. op. cit., pp. 30 y 31.

<sup>(22)</sup> Vid. LAGARES CALVO, “Las Cajas de Ahorros en la nueva Ley Financiera...” cit., p. 100. El artículo 2.2 de la LORCA ha quedado, en consecuencia, redactado de la siguiente manera: “La representación de las Administraciones públicas y entidades y corporaciones de derecho público en sus órganos de gobierno, incluida la que corresponda a la entidad fundadora cuando ésta tenga la misma naturaleza, no podrá superar en su conjunto el 50% del total de los derechos de voto en cada uno de tales órganos, teniendo que estar representadas todas las entidades y corporaciones. A los efectos de su representación en los órganos rectores de las cajas de ahorro, el porcentaje de representación asignado al grupo de impositores oscilará entre un mínimo del 25% y un máximo del 50% del total de los derechos de voto en cada uno de los órganos de gobierno. El porcentaje de representación del grupo de empleados oscilará entre un mínimo de un 5% y un máximo de un 15% de los derechos de voto en cada órgano”.

<sup>(23)</sup> “Cuando las cajas de ahorros tengan abiertas oficinas en más de una Comunidad Autónoma, la representación en la asamblea general de los distintos grupos, con excepción de los que, en su caso, representen a las Comunidades Autónomas y de los previstos en el apartado 1.c) y d) del presente artículo, deberá ser, en observancia del principio de igualdad, proporcional a la cifra de depósitos entre las diferentes Comunidades Autónomas en que tengan abiertas oficinas, dentro del porcentaje atribuido a cada uno de ellos. La legislación de desarrollo se ajustará en todo caso a lo establecido en este artículo.”

tengan abiertas sucursales. Y es que conforme a alguna Ley autonómica la representación de aquellos impositores quedaría reducida al mínimo en clara desigualdad respecto a las de las oficinas de la Comunidad Autónoma en cuestión ya que para determinar la representatividad se introduce como factor determinante el censo oficial de la población, lo cual ha sido considerado como un factor subjetivo y discrecional que nada tiene que ver con la estructura representativa de las cajas. El objetivo final a perseguir parece bastante claro siendo el de favorecer la representación interna de las corporaciones e impositores situados en el concreto territorio, excluyendo en la práctica a los situados fuera del mismo. Ello implica, en cierto modo, una vulneración de los principios de representación efectiva y democrática que deben estar presentes en todas las zonas en las que las cajas operen <sup>(24)</sup>. Evitar, por tanto, todo tipo de discriminación entre impositores y corporaciones locales pertenecientes a otras Comunidades es el fundamento de la norma introducida en la LORCA por la Ley de Acompañamiento reclamando que la representación debe observar el principio de igualdad, proporcional a la cifra de depósitos entre las distintas Comunidades en que tengan abiertas oficinas, dentro de los porcentajes atribuidos a cada grupo con representación. Sin embargo, determinados partidos políticos y, en consecuencia, determinadas Comunidades Autónomas, no se han mostrado de acuerdo con esta norma aprobada como enmienda y sin pactar, considerando que han de ser ellas, puesto que tienen competencias *exclusivas* sobre la materia (o, al menos, así lo afirman tales Comunidades), las que definan los términos de la igualdad que debe estar presente para que no se produzcan los desequilibrios y discriminaciones que se pretenden corregir.

Ha de señalarse, a su vez, que la exclusividad de la competencia no es tal aunque así se manifieste como expresión en los correspondientes Estatutos de Autonomía, sino que se trata de una competencia compartida con el Estado a quien corresponde formular la legislación básica sobre esta materia <sup>(25)</sup> materializada en el caso concreto en la LORCA, que como norma básica y estatal establece, “de acuerdo con el artículo 149.1.11 de la Constitución, (...) un mar-

---

<sup>(24)</sup> La Exposición de Motivos de la LORCA se expresaba en este sentido ya en 1985: “Al ser las cajas de ahorros antes de carácter social y, dado el marco territorial en que fundamentalmente desarrollan su actividad, exigen una plena democratización de sus órganos rectores, de forma que puedan expresarse todos los intereses genuinos de las zonas sobre las que aquéllas operen...” “... Esta Ley pretende alcanzar el triple objetivo de democratizar los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, conciliar esa democratización con las exigencias de una gestión eficaz, que debe cumplirse con criterios estrictamente profesionales, y establecer una normativa de acuerdo con los principios que inspira la nueva organización territorial del Estado, sentando al mismo tiempo las bases del régimen de disciplina, inspección y control de estas entidades...”

<sup>(25)</sup> Vid. ALAMINOS MINGORANCE, C., *Régimen jurídico-administrativo de las cajas de ahorros en España*, Granada, 2002, pp. 45 a 49.

co estatal básico de la representación, organización y funcionamiento de los órganos de decisión de las Cajas de Ahorros que pueda ser desarrollado por las Comunidades Autónomas para ajustarlo con mayor concreción a las características peculiares de sus territorios” (Exposición de Motivos, párrafo tercero). La LORCA ha optado además por especificar a mayores cuáles son los artículos de carácter básico y cuáles no, tarea complementada por el Tribunal Constitucional, quien en la ya mencionada Sentencia 49/1988, de 22 de marzo <sup>(26)</sup>, declaró un número importante de artículos y en ocasiones sólo párrafos <sup>(27)</sup> de éstos con carácter no básico. Esto significa que el precepto en discusión (artículo 2.3, último párrafo) mantiene su carácter básico hasta que sea objeto, si así se considera oportuno, de la correspondiente interpretación por el Tribunal, manteniéndose las funciones legislativas de las Comunidades Autónomas mediatizadas por aquel carácter y debiendo ajustar el desarrollo que realicen a lo establecido por dicho artículo.

Reflejado este primer aspecto que reafirma la naturaleza privada de las cajas como entidades financieras al fijar un límite razonable al progresivo aumento de la representación pública en sus órganos de gobierno, se comentan a continuación otras novedades que sobre esta materia han sido introducidas por las Leyes 44/2002, 26/2003 y 62/2003, sucesivamente.

## **1. Profesionalidad e independencia de la gestión**

Como en parte ya ha podido comprobarse, la tendencia a aumentar el control y la presencia pública en las cajas de ahorros es una situación verificable desde el origen mismo de la figura con el objetivo último de influir sobre la estructura y régimen de organización interno e, incluso, en la propia vertiente exterior de la entidad. Es, por tanto, característica constante una sujeción a los poderes públicos mucho más incisiva que la prevista para el resto de entidades de crédito, derivada de esas peculiares características que hemos pretendido poner de manifiesto al comienzo de este trabajo y que las sitúan en una posición diversa del resto de entidades. Esta situación ha sido también en muchas ocasiones una consecuencia de la propia indeterminación de la naturaleza jurídica de

---

<sup>(26)</sup> Vid., *supra*, n. 5.

<sup>(27)</sup> Así ha sucedido con los artículos 6, párrafo 1.º, 13, párrafo 3.º, artículo 14 en lo que se refiere al mecanismo relativo a la forma y requisitos de provisión de consejeros generales, artículo 20, párrafo 2.º, último inciso, artículo 26, en relación a la frase “El Director general o asimilado cesará por jubilación a la edad de sesenta y cinco años” y artículo 31, párrafos 3.º y 4.º. Ha de tenerse en cuenta además que algunos de los preceptos que en su momento fueron declarados no básicos por la Sentencia 49/1988 han sido modificados posteriormente por las Leyes que estamos comentando, sin que de momento y por su cercanía en el tiempo exista un nuevo pronunciamiento jurisprudencial al respecto.

las cajas al resultar por ello más sencillo el control y la presencia pública en las mismas, tratando de justificarlo en el interés social o general.

Por ello, intentar profesionalizar la gestión de las cajas de ahorros y procurar dotar a sus consejeros de una mayor independencia en la toma de sus decisiones no es una aspiración nueva de la Ley financiera. Es más bien el resultado de todo un proceso en el cual se ha producido una clara decantación por el aspecto financiero de las cajas lo que a su vez se traduce en una consecuencia inmediata como es la intensificación de la profesionalización de los gestores <sup>(28)</sup>.

Con el fin de dotar de una mayor estabilidad al cargo de consejero se han establecido en materia de nombramiento dos novedades esenciales. En primer lugar, el artículo 8.5 de la Ley financiera ha modificado el artículo 9 de la LORCA con la previsión de un límite mínimo de cuatro años para ocupar el cargo —frente al régimen anterior en el que este mismo período era considerado como máximo— y un máximo de seis. Dicho período será fijado en todo caso en los estatutos de las cajas y habrá de adecuarse a la banda señalada, pudiendo prever también los estatutos la posibilidad de reelección por otro período igual, siempre que se sigan cumpliendo los requisitos que deben reunir los consejeros generales y que recoge el artículo 7 de la LORCA. La redacción y las novedades del artículo 9 no terminan aquí porque también se ha establecido otro período de duración máxima en su conjunto de modo que “la duración del mandato no podrá superar los doce años, sea cual sea la representación que ostente. Cumplido el mandato de doce años de forma continuada o interrumpida, y transcurridos ocho desde dicha fecha, podrá volver a ser elegido en las condiciones establecidas en la presente Ley”. Esta permanencia máxima de doce años, en principio, e incluso con posibilidad de ampliación como se apunta, cumpliendo el período establecido, se considera ya como un período lo suficientemente amplio como para permitir un conocimiento completo de la entidad, de sus necesidades y circunstancias, favoreciendo y potenciando los objetivos de estabilidad y profesionalidad <sup>(29)</sup>, aunque también puede ir en contra de los propios intereses de la banca en el caso de que la persona que deba abandonar el cargo por transcurso del período máximo establecido sea especialmente idónea para llevar a cabo labores de gestión. En este sentido, la renovación obligada de los cargos puede conllevar importantes costes olvidando, en cierto, modo que la caja de ahorros no deja de ser una entidad financiera y que

---

<sup>(28)</sup> Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., “La identidad de las cajas de ahorros: pasado, presente y futuro”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 43, 1991, p. 559.

<sup>(29)</sup> Vid. LAGARES CALVO, “Las Cajas de Ahorros en la nueva Ley Financiera...”, cit., p. 101.

necesita profesionales para los cuales seguramente no sea atractiva la idea de tener que dejar su puesto cuatro o doce años después, con la posibilidad de poder volver a ocuparlo transcurridos ocho años. Es éste uno de los aspectos en el que todavía puede apreciarse una importante distancia entre bancos y cajas de ahorros y que tal vez no tenga demasiado sentido su mantenimiento en la actualidad.

El artículo 8.6 de la Ley 44/2002 ha procedido a su vez a modificar el artículo 10 de la LORCA en este caso para lograr otra finalidad básica como es la independencia en la gestión al permitir la práctica desvinculación de los consejeros frente a quienes les hayan nombrado. Esta finalidad pretende conseguirse con el establecimiento de la irrevocabilidad de los mandatos de los consejeros generales y puede afirmarse que se encuentra también en la línea de lograr ese reforzamiento del carácter empresarial privado de las cajas de ahorros<sup>(30)</sup>. El hecho de que el nombramiento sea irrevocable salvo, exclusivamente, en los supuestos de incompatibilidad sobrevenida, pérdida de cualquiera de los requisitos exigidos para la designación y acuerdo de separación adoptado por la asamblea general si se apreciara justa causa, parece dotar a tales consejeros de una estabilidad incluso frente a los cambios políticos de los gobiernos y manifiesta la importancia que reviste la independencia y el actuar conforme a criterios objetivos. Sin embargo, tampoco se puede dejar de observar que las salvedades mencionadas pueden ser lo suficientemente manejables como para permitir las situaciones que son precisamente las que se tratan de evitar propiciando sencillamente que el candidato no vuelva a ser propuesto a la reelección, o el manejo de ciertos requisitos como el de la honorabilidad —que pasamos a comentar— de un modo perverso, sin olvidar la amplitud con que se recoge en el artículo 10 de la LORCA la existencia de justa causa (“cuando el consejero general incumple los deberes inherentes a su cargo, o perjudica con su actuación pública o privada, el prestigio, buen nombre o actividad de la caja”), sin precisiones de índole temporal o de grado, y que hace posible la cobertura con este parámetro de conducta de prácticamente cualquier comportamiento que no se ajuste a las indicaciones del grupo dirigente de la entidad.

Igualmente, puede apreciarse en las reformas introducidas una creciente preocupación por asegurar la profesionalidad de quienes ocupan cargos en los órganos de gobierno depurando los requisitos de idoneidad para el desempeño de los mismos. La primera de estas reformas ha tenido lugar en el artículo 1 de la LORCA exigiéndose tanto para los consejeros generales como para los miembros del consejo los requisitos de honorabilidad comercial y profesional y “...se entenderá que concurre (...) en quienes hayan venido observando una

---

(30) Así, ANTÓN PÉREZ, op. cit., p. 362.

trayectoria personal de respeto a las leyes mercantiles u otras que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras”. Ciertamente, a pesar del esfuerzo realizado por la Ley para concretar qué ha de entenderse por este valor personal, resulta claro que es de escasa validez dado su carácter abierto y opinable, y el no haber sido delimitado con otros criterios como, por ejemplo, el establecimiento de una lista de supuestos en los cuales se considera que un candidato no es honorable desde este punto de vista, con la circunstancia añadida de las importantes dificultades para su aplicación a los miembros de una entidad como la caja de ahorros de la que forman parte cargos públicos<sup>(31)</sup>.

Por otro lado, la nueva redacción del artículo 15 también por la Ley 44/2002, ha introducido matizaciones para los candidatos a vocales del consejo de administración puesto que con anterioridad sólo se les exigían los mismos requisitos que para ser consejero general. Se han añadido de este modo el límite de edad de setenta años, salvo que la legislación de desarrollo de la Ley establezca un límite distinto y, por su parte, señala el artículo 15.2 que “los vocales del consejo de administración con funciones ejecutivas deberán poseer, además, los conocimientos y experiencia suficientes para el ejercicio de sus funciones”. Respecto a la imposición de este último requisito, tal vez no haya sido oportuno limitarlo a los consejeros con funciones ejecutivas, sino extenderlo a todos los consejeros para evitar caer en divisiones que resultan totalmente incongruentes.

## **2. Cuotas participativas: del Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, al Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero**

También se han producido importantes modificaciones en la figura de las cuotas participativas<sup>(32)</sup> y de nuevo las reformas han comenzado de la mano de la Ley financiera en cuyo artículo 14 se ha procedido a modificar la Ley

---

(31) Vid. SANTAMARÍA PASTOR, op. cit., pp. 34 y 35, para quien un posible significado de la cláusula abierta utilizada por la LORCA sea una posible concreción por las distintas Comunidades Autónomas.

(32) No es ésta la única vía de financiación externa de las cajas de ahorros ni tampoco ha sido la más utilizada por múltiples razones como las que se exponen más adelante. Hay que tener en cuenta por ello y de un modo fundamental a la denominada *deuda subordinada* —además de a las participaciones preferentes, comentadas en la n. 1— aunque su prensa no haya sido muy positiva y no haya conseguido tampoco solucionar el problema de la capitalización de las cajas, a pesar de que han hecho un uso generoso de ella. No se puede olvidar un dato fundamental que diferencia a este recurso de las cuotas participativas y es que mientras aquella integra los recursos propios denominados de segunda categoría (y, por lo tanto, sólo pueden aspirar a una asimilación parcial a los recursos propios) y pueden ser emitidos además de por las cajas por el resto

13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en concreto su artículo 7 —del que se afirma que tendrá el carácter de disposición básica con los consiguientes efectos en el reparto de competencias entre el Estado y las CCAA— que ha recibido una nueva redacción en su totalidad. Fue a su vez la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención en entidades de crédito (LDIEC), a través de su disposición adicional duodécima, la que modificó anteriormente parte de aquel artículo 7 con el objeto de delimitar el concepto de capital en relación con las cajas, que habría de comprender tanto los fondos fundacionales como estas cuotas participativas que se establecían expresamente al efecto, con el objetivo de paliar una carencia propia de las cajas de ahorros derivada de su naturaleza jurídica como es tener vedado el camino para la generación de recursos propios a través de ampliaciones de capital, limitándose sus posibilidades de capitalización con la reservas dotadas con beneficios. Continuaba aquel artículo 7 con una breve regulación de lo que debían ser estas cuotas que surgían como un activo financiero nuevo, y más en concreto, como valores negociables nominativos, pero desprovistos de cualquier derecho político y, por tanto, con una finalidad eminentemente financiera.

Aquellas previsiones de la LDIEC fueron posteriormente desarrolladas a través de un Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, cuya exposición de motivos presentaba a las cuotas participativas como “un instrumento jurídico y económico que ha de permitir, salvaguardando plenamente la normativa jurídica de las cajas de ahorros, la suficiente dotación de los recursos propios de las

---

de las entidades de crédito y por las empresas en general, las cuotas participativas forman parte de los recursos propios básicos (de calidad) y única y exclusivamente pueden ser emitidos por las cajas de ahorros.

En todo caso, la financiación subordinada constituye también una modalidad de obtención de recursos propios que se inició de igual modo con la Ley 13/1985, de 25 de mayo, en su artículo 7, siendo el artículo 20 del Real Decreto 1341/1992, de 6 de noviembre, el que delimitó la configuración de tales empréstitos. En términos generales se puede considerar que la deuda subordinada constituye un cambio o alteración del régimen de prelación común de las obligaciones puesto que la entidad de crédito y el inversor prestamista lo que pactan en relación a su posición jurídica es que tal préstamo se sitúe en una posición inferior a los créditos de cualquier otro deudor subordinado, de tal manera que no puede ser devuelto hasta que no se hayan satisfecho todas las deudas en vigor en ese momento. De algún modo, por tanto, puede afirmarse que la idea fundamental en la que se basan estas obligaciones subordinadas es en la de una postergación duradera.

No se puede obviar, por otro lado, el sometimiento de este instrumento financiero a un conjunto de requisitos como el no poder contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada ejecutables a voluntad del deudor; no podrán ser adquiridas posteriormente por la propia entidad o entidades del grupo y se les dará la correspondiente publicidad en cuanto que ha de elaborarse el correspondiente folleto de emisión, tras la comunicación que habrá de realizarse, etc. Vid. TAPIA HERMIDA, “La financiación externa...”, cit., pp. 709 y 711 a 713.

mismas en orden a asegurar condiciones básicas de competencia homogéneas con otras Entidades de depósito”.

Respecto al régimen jurídico establecido por dicho Real Decreto puede destacarse en general el paralelismo entre las cuotas participativas de las cajas y las acciones de las sociedades anónimas, fenómeno que se ha ido manteniendo a lo largo de regulaciones posteriores. Dicho paralelismo estaba ya en consonancia con la carencia de financiación a través de recursos propios por parte de las cajas, derivada de su naturaleza fundacional y que las situaba en una posición de inferioridad respecto a los bancos. La gran diferencia entre cuotas y acciones se venía a situar en los derechos políticos que no ofrecían las cuotas en ninguna circunstancia, mientras que ofrecían una gran semejanza en lo que a derechos económicos y condiciones de emisión se refiere<sup>(33)</sup>. En concreto, los cuotaparticipes gozarían de un mínimo de tres derechos económicos: el derecho a participar en el reparto de excedentes de libre disposición; derecho de suscripción preferente de cuotas participativas en las nuevas emisiones y derecho a la cuota de liquidación. Y en lo que se refiere a las obligaciones, los cuotaparticipes quedaban obligados a realizar las aportaciones dinerarias correspondientes que pasaban a integrar el denominado Fondo de Participación que quedaba incorporado a la noción de capital de las cajas de ahorros. En relación a la modificación de las características de las cuotas y, sobre todo, respecto a los derechos y obligaciones de los cuotaparticipes, debían tener lugar conforme al procedimiento previsto, por tanto, con la correspondiente convocatoria y reunión de este colectivo que tomaría los acuerdos con el quórum y la publicidad pertinentes.

Igualmente, y según este Real Decreto de 1990, las cajas no podían adquirir las cuotas que emitiesen, como tampoco podían hacerlo las entidades de su grupo. Sólo existía esta posibilidad con carácter excepcional a través de un proceso de fusión o sucesión *mortis causa*, en cuyo caso se exigía, en el primer supuesto, su inmediata amortización y, en el segundo, su venta o amortización en un plazo máximo de seis meses.

En general, puede hablarse de la insuficiencia del régimen jurídico positivo que estableció este Real Decreto 664/1990 al no contemplar soluciones para muchas de las vicisitudes que pueden tener lugar en relación a la existencia de las cuotas. Una de ellas era precisamente la regulación de la relación que vincula a la caja con el cuotaparticipes, señalándose al respecto que una de las posibles naturalezas jurídicas para dar cobertura a esta relación es la de cuentas en

---

(33) Vid. TAPIA HERMIDA, op. ult. cit., p. 729.

participación. Sin embargo, y en opinión de TAPIA HERMIDA <sup>(34)</sup> las características de dicho contrato impiden una identificación plena a todos los efectos y por diversas circunstancias, como la publicidad de las cuotas —en contra, por tanto, de una relación jurídica oculta y de carácter plurilateral— frente a la bilateralidad del contrato de cuentas en participación. Por ello, considera que las lagunas habrían de cubrirse en la mayor parte de las ocasiones acudiendo al régimen de las acciones en la sociedad anónima.

La nueva redacción del artículo 7 de la Ley 13/1985, está dedicada casi en su totalidad a dotar de un nuevo régimen jurídico a las cuotas participativas tratando de subsanar los defectos del anterior, en principio, porque se venía considerando que la indefinición legal, así como la no resolución del reparto de competencias habían convertido a estas cuotas en un instrumento financiero inservible <sup>(35)</sup>, dada la falta de interés mostrado por los inversores hacia este nuevo tipo de valores negociables, privados absolutamente de derechos políticos y con escasas garantías. Sin embargo, también la reforma que ha tenido lugar por el artículo 14 de la Ley financiera de aquel artículo 7, entre otras razones para elevar el rango legal del régimen jurídico regulador de esta figura, puede calificarse como sistemáticamente incorrecta. Y ello porque en dicho precepto se van regulando con bastante desorden los distintos aspectos relativos a la emisión y negociación, derechos reconocidos a sus titulares y su repercusión en los fondos propios de las cajas <sup>(36)</sup>.

En todo caso, lo que sigue resultando determinante en esta materia es la significativa aproximación que se produce entre bancos y cajas de ahorros y que

---

(34) TAPIA HERMIDA, op. ult. cit., p. 733.

(35) Vid. SALVADOR ARMENDÁRIZ, op. cit., p. 115. Se han alegado una gran cantidad de razones para explicar la no utilización de las cuotas participativas por parte de las cajas de ahorros y la mayor parte de ellas tienen una indudable lógica económica. Tales razones pueden resumirse fundamentalmente en cuatro, siguiendo el trabajo de LAGARES CALVO, M., “Cajas de Ahorros: las respuestas españolas”, *Papeles de Economía Española*, núm. 46, 1991, p. 216. En primer lugar, las cajas han tenido tradicionalmente cubiertas sus necesidades de recursos propios; en segundo lugar se ha acudido, como se ha señalado, a la emisión de deuda subordinada, válida también para la cobertura de recursos propios y fiscalmente mucho más barata para las cajas que las cuotas participativas e incluso también que la emisión de acciones por parte de las sociedades anónimas, debido a la deducibilidad de sus retribuciones en la base del impuesto de sociedades de la entidad emisora. Además, las cuotas al ser un valor nuevo, obligaría a quien primero las emitiese, a hacer una inversión nada despreciable en difundir sus características entre el núcleo de sus potenciales suscriptores. Por último, ha sido siempre difícil determinar cuál habría de ser el mercado en el que tales cuotas se negociaran. Son razones que, como bien dice el autor, no afectan a la validez de este instrumento pero, sin embargo, han condicionado su emisión.

(36) Vid. TAPIA HERMIDA, “Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros”, AA VV, *Comentario a la Ley 44/2002...*, cit., p. 481.

se pone especialmente de manifiesto otra vez en el desarrollo reglamentario de aquel precepto por el Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas, que viene a equipararlas prácticamente con las acciones de las sociedades anónimas. Esta circunstancia se pone ahora especialmente de manifiesto al establecer el legislador como Derecho supletorio el propio Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, en concreto, las secciones 2.<sup>a</sup>, 3.<sup>a</sup> y 4.<sup>a</sup> del capítulo IV, referidas respectivamente a la documentación y transmisión de las acciones, a la copropiedad y los derechos reales sobre las acciones y a los negocios sobre las propias acciones. No ha sido declarada, y con razón, directamente aplicable la sección 4.<sup>a</sup> referida a su vez a las acciones sin voto<sup>(37)</sup>.

De este modo, aquella diferencia tradicional entre ambas categorías de entidades de crédito y que consistía en su diferente capacidad para generar recursos propios básicos va quedando poco menos que neutralizada cuando las cajas comiencen a hacer uso de su facultad de emitir cuotas participativas cumpliendo, eso sí, la generosa lista de requisitos establecidos. Además con la posibilidad de emitir tales instrumentos financieros se está justificando de alguna manera el mantenimiento de la estructura institucional de fundaciones para las cajas de ahorros sin necesidad, como ya se ha visto<sup>(38)</sup>, de adoptar otras formas jurídicas o de canalizar la actividad económico-financiera para su desarrollo por una sociedad anónima. Precisamente, la enorme presión que ha existido para reorganizar estos instrumentos financieros tiene también su origen en las carencias que tienen las cajas de ahorros para proceder a ampliaciones de sus recursos propios, sobre todo, ante una necesidad creciente de los mismos y cuya ausencia les negaría la posibilidad de ser competitivos en el mercado que comparten con otros intermediarios financieros. Las cuotas participativas se sitúan entre las posibles vías que se pueden adoptar de cara al incremento de los recursos propios sin provocar una desnaturalización radical de las cajas y sin llegar a una solución que implique un mayor acercamiento e incluso una identificación con los bancos dando lugar a una única categoría de entidad de crédito. Las cuotas, por tanto, estarían permitiendo situaciones similares a las que proporciona una posible emisión de acciones por parte de un banco privado, pudiendo acudir por esta vía al ahorro disponible en los mercados de valores para transformarlo en recursos propios a través de una oferta pública de suscripción de las cuotas emitidas. Al formar parte de los recursos propios de primera categoría o de primera clase, van a ser la base sobre la que se van a aplicar las distintas normas contables que al respecto establece el ordenamiento jurídico español, fundamentalmente, para el cálculo del coeficiente de solvencia. Esta

---

(37) IGLESIAS PRADA, op. cit., p. 46.

(38) Vid., *supra*, n. 6.

consideración lleva además consigo que puedan ser utilizadas por la entidad emisora para la compensación de pérdidas en los casos de liquidación o en los de saneamiento general de la entidad, aplicándose en la misma proporción que se haga con los fondos fundacionales y las reservas.

Las cuotas participativas aparecen conceptuadas en el actual artículo 7.2 de la Ley 13/1985, como “valores negociables que representan aportaciones dinerarias de duración indefinida que pueden ser aplicadas en igual proporción y a los mismos destinos que los fondos fundacionales o reservas de la Entidad”. La noción es prácticamente idéntica a la recogida por el artículo 1 del Real Decreto 302/2004, donde además se da especial relevancia a su carácter nominativo y, por tanto, a la aplicación del artículo 22 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, en relación al suministro a las cajas respecto a la identidad, en este caso, de los cuotaparticipes.

Siguiendo a TAPIA HERMIDA <sup>(39)</sup>, en relación a este concepto dos son los aspectos fundamentales a destacar. En primer lugar, su carácter de valores negociables y, en consecuencia, la aplicación de la Ley del Mercado de Valores, en concreto, su Título III en lo que se refiere a la emisión de dichas cuotas (será necesario, por tanto, su registro en la CNMV), así como a las normas de desarrollo reglamentario, algunas de las cuales, como se ha podido apreciar se mencionan expresamente, pero además también va a ser de aplicación el Real Decreto 116/1992 porque tal y como establecen el artículo 7.7 de la Ley 13/1985 y de un modo más expreso, el artículo 2 del Real Decreto 302/2004, las cuotas participativas se representarán exclusivamente por medio de anotaciones en cuenta y se negociarán en las bolsas de valores o en aquellos mercados o sistemas organizados de negociación españoles y, en su caso, extrajeros, en los que esté autorizada la admisión a negociación de valores de renta variable. En segundo lugar, hay que tener presente su consideración como elemento integrante de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros (artículos 7.1 de la Ley 13/1985 y 1.2 del Real Decreto 302/2004) y, consecuentemente, su sometimiento a la supervisión del Banco de España.

En todo caso, y manteniendo el punto de vista conceptual, no debe dejar de destacarse su caracterización mixta o híbrida y ello porque por un lado son valores de renta variable al estar su retribución vinculada a los resultados de la caja emisora pero, por otro, también presentan aspectos que son propios de la renta fija o de los recursos ajenos al no poseer derecho político alguno sin excepciones, puesto que cualquier variación del régimen jurídico relativo a los

---

(39) Op. ult. cit., pp. 483 y 484.

derechos políticos de los cuotaparticipes en el sentido de atribuírselos significaría la amortización automática de tales cuotas, de acuerdo con el plan específico adoptado por el Banco de España.

En cuanto a los tipos de cuotas participativas, se viene estableciendo ya como tradicional la distinción que puede hacerse entre las mismas en función del emisor ya que se puede hablar de cuotas emitidas por las cajas y cuotas emitidas por la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) (artículos 7.11 de la Ley y 13 del Real Decreto), siendo estas últimas las únicas que se han emitido hasta el momento estando vigente el Real Decreto 664/1990, y suscritas por parte de las cajas adheridas a dicha Confederación. La normativa actual establece la aplicación a estas cuotas participativas de asociación del régimen previsto en el Real Decreto 302/2004, pero con las siguientes peculiaridades: todas las referencias hechas a las cajas de ahorros y a sus órganos se entenderán hechas a la CECA y a sus órganos respectivamente. Además no será de aplicación lo dispuesto por el artículo 11 en relación al límite de tenencia de cuotas, que se verá más adelante.

Existe la posibilidad contemplada legalmente de emitir cuotas participativas de distinta clase o serie correspondiendo a todas las cuotas de la misma clase iguales derechos. Sin embargo, en el Reglamento nada se menciona, y en este sentido pudiera existir una cierta contradicción puesto que el artículo 1 del Real Decreto 302/2004, como ya se ha señalado, contempla que las cuotas se registrarán por el régimen de las acciones contenido en las secciones 2.<sup>a</sup>, 3.<sup>a</sup> y 4.<sup>a</sup> del Capítulo IV del TRLSA cuando la materia relativa a las clases y series de acciones contemplada en el artículo 49 de dicho texto se recoge en la sección 1.<sup>a</sup> del citado Capítulo. En todo caso, dado el rango legal de la admisibilidad del supuesto, ello implica la posibilidad de distinguir clases de cuotas en función de los derechos atribuidos, que siempre serán de naturaleza económica.

La emisión de cuotas participativas es libre y no sometida a autorización administrativa previa, pero habrá de ser acordada por la Asamblea general (artículos 7.8 de la Ley y 3 del Real Decreto, donde se recoge además el contenido mínimo del acuerdo de emisión), quien podrá delegar esta función en el consejo de administración de la caja por un período máximo de 3 años. Dicho acuerdo de emisión —ya sea adoptado por la asamblea o mediante delegación por el consejo— es, en todo caso, un acto de obligatoria inscripción en el registro mercantil conforme a lo dispuesto en el artículo 270.9.<sup>o</sup> de su reglamento.

La emisión (y, en realidad, podría afirmarse que cada emisión de cuotas participativas) dará lugar a la constitución de los tres tipos de fondos previstos por el artículo 7.3 de la Ley 13/1985. En primer lugar, el Fondo de Participación, que es igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas que se emiten y que únicamente podrá ser distribuido entre los cuotaparticipes en el

momento de amortización de las cuotas o de liquidación de la caja; el Fondo de Reservas de los cuotaparticipes, integrado, por un lado, por el porcentaje del excedente de libre disposición correspondiente a las cuotas participativas que no fue destinado ni al Fondo de Estabilización ni satisfecho efectivamente a los cuotaparticipes y, por otro, por un porcentaje de la prima de emisión de las cuotas; por último, el Fondo de Estabilización, de constitución optativa, que tendrá como finalidad evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas a través del reparto entre los cuotaparticipes de los recursos que forman dicho fondo y que se dotará mediante acuerdo anual de la Asamblea general.

Igualmente, habrá de tenerse en cuenta que las cuotas, que únicamente pueden ser desembolsadas mediante aportaciones dinerarias que deben quedar íntegramente realizadas en el momento de la suscripción, no pueden ser emitidas por debajo de su valor nominal pero sí con prima, lo cual será además obligatorio cuando sea necesario para evitar la dilución de los derechos preexistentes sobre el patrimonio y los excedentes futuros. Dicha prima quedará asignada a las reservas generales de la caja y al fondo de reserva de las cuotas participativas en la proporción que determine el acuerdo de emisión, del que forma parte como uno de sus contenidos mínimos. Para estimar el importe de esta prima de emisión se ha de partir del llamado *valor económico de la caja*, del que se excluirá a los activos de la obra benéfico-social. Para el cálculo de este valor económico, al que el Real Decreto reserva su artículo 4, se deberá tener en cuenta el fondo de comercio, las plusvalías latentes y la capacidad de generación de beneficios en el futuro. Para ello, y tratándose de la primera emisión, se deberá encargar un informe externo a efectos de contrastar estimaciones sobre este valor y sobre el importe de la prima de emisión. Para las segundas y sucesivas emisiones bastará el informe realizado por el auditor de cuentas. En todo caso, no cabe duda de que estamos ante valoraciones de difícil determinación, de tal modo que cada entidad fijará la fórmula o sistema de cálculo, sin perjuicio de las consultas pertinentes al Banco de España en relación a su concreción <sup>(40)</sup>.

Del precio de emisión de las cuotas se encarga el artículo 5 del Real Decreto regulador, distinguiendo si la emisión se realiza en régimen de oferta pública o no. En el primer caso, si el procedimiento de colocación asegura que las ofertas se presentan en condiciones de transparencia y libre concurrencia, correspondiendo al menos el 20% de las peticiones firmes a inversores institucionales, el precio final será el que resulte de dicho procedimiento de colocación.

---

(40) Vid. MARTÍNEZ MERCADO, M., "Comentarios al texto del Real Decreto de regulación de las cuotas participativas de las cajas de ahorros", *RDBB*, núm. 95, julio-septiembre, 2004, pp. 215 y 216 y, en especial, n. 10, donde hace un relato de las distintas ratios que, desde un punto de vista analítico-contable se pueden utilizar para tales valoraciones.

Por el contrario, si no hay oferta pública o no se cumple con dichos principios, el precio final será igual o superior al mayor de los que se obtengan de la estimación de la prima de emisión. Se ha observado que el sistema adoptado por este Real Decreto para la fijación del precio resulta bastante criticable por la inseguridad jurídica que conlleva. Hubiera sido preferible, tal vez, una única determinación del precio, mediante un procedimiento también único y con unas características universales válidas para cualquier tipo de emisión<sup>(41)</sup>. Las normas relativas a la prima de emisión de las cuotas participativas finalizan con lo establecido en el artículo 6 del Real Decreto que establece las reglas de su reparto.

Señalar, por último, que existe un límite a la emisión de cuotas participativas de manera que el volumen en circulación no podrá exceder del 50% del patrimonio de la caja, entendiéndose por dicho patrimonio la suma del fondo fundacional, las reservas generales de la caja y el fondo para riesgos bancarios generales.

Otra de las cuestiones de obligada mención en esta materia es la relativa a la constitución de un sindicato de cuotapartícipes que reglamentariamente se regula en el artículo 7. Se trata de un órgano potestativo para la caja emisora y que, por tanto, no forma parte de su estructura orgánica, pero con cuya previsión se pone de manifiesto de una manera muy especial el carácter híbrido de las cuotas participativas derivado de su aproximación a las obligaciones de las sociedades anónimas, con la importante diferencia de que para estas últimas la constitución del sindicato de obligacionistas resulta obligatoria<sup>(42)</sup>. Qué duda cabe de que se trata de un órgano cuya previsión resultaba necesaria puesto que se está ante un instrumento que ha sido calificado de idóneo como medio de defensa de un colectivo frente a la entidad emisora, sobre todo si se tiene en cuenta que los cuotapartícipes no van a tener asignada una retribución concreta, que van a quedar directamente vinculados a las pérdidas de la entidad o que se les va a otorgar un derecho de suscripción preferente que va a poder quedar suprimido, por todo lo cual resulta criticable que este sindicato haya sido regulado con carácter potestativo cuando debería ser obligatorio, entre otras razones, porque en la práctica se pone de manifiesto como en las emisiones de cualquier valor por parte de las cajas siempre está presente el sindicato, y porque además puede erigirse como el instrumento clave para que las cuotas sean definitivamente emitidas y aceptadas por el mercado<sup>(43)</sup>.

---

(41) Así, MARTÍNEZ MERCADO, op. cit., p. 218.

(42) Vid. TAPIA HERMIDA, "Las cuotas participativas...", cit., p. 490.

(43) Vid. MARTÍNEZ MERCADO, op. cit., pp. 220 y 224.

En caso de existencia, los cuotapartícipes deberán aprobar un reglamento interno del sindicato que ha de ajustarse a las especificaciones contenidas en el acuerdo de emisión. Va a ser la figura del presidente la que aglutine algunas de las más importantes funciones del sindicato que se articula también en torno a la asamblea siendo, por su parte, el consejo de administración de la caja el que tiene la obligación de convocarlo al menos una vez al año para informarle sobre la marcha de la entidad. Es en la asamblea de cuotapartícipes donde éstos habrán de dar el consentimiento previo a cualquier modificación de las características iniciales de las cuotas, salvo en lo relativo a la fusión de la caja de ahorros emisora con otra entidad, materia esta que posee su propio régimen jurídico en el artículo 13 del Reglamento, en cuyo caso los cuotapartícipes una vez anunciado correctamente el proyecto de fusión sólo les queda la posibilidad de ceder sus cuotas a la caja conforme al valor que deberá ser hecho público una vez depositado aquel proyecto o, en su caso, canjearlas por cuotas de la entidad resultante de la fusión.

Como ya se ha venido señalando, las cuotas carecen de todo derecho político<sup>(44)</sup> limitándose sus posibilidades de actuación al ejercicio de derechos económicos que vienen relatados en el artículo 7.4 del la Ley 13/1985. Por lo que respecta al primero de los derechos señalados, se trata de la participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja (la diferencia entre el beneficio bruto y la previsión para impuestos) en la proporción que el volumen de cuotas en circulación suponga sobre el patrimonio de la caja. El artículo 8 del Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, puntualiza la amplitud de este derecho destacando que la participación de los cuotapartícipes será tanto en los excedentes como en las pérdidas de la caja y por su parte el artículo 9 se refiere al tema de su retribución, donde figuran un mayor número de novedades al vincularla con el porcentaje que se atribuya a la obra benéfico-social, de modo que la retribución efectiva con cargo al excedente no podrá ser inferior al porcentaje que, sobre su parte en el excedente, se atribuya a dicha obra benéfico-social, ni superior al 50%.

En todo caso, la circunstancia de que este excedente pueda ser superado con autorización del Banco de España con silencio positivo, siempre y cuando quede salvaguardada la solvencia de la entidad, va a permitir hacer más atracti-

---

<sup>(44)</sup> El legislador, incluso, ha configurado una cláusula de amortización automática en la Ley 13/1985 que las cajas habrán de consignar en la emisión de las cuotas participativas para el supuesto de producirse una modificación en el régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes. Según IGLESIAS PRADA, *op. cit.*, p. 48, el legislador no sólo ha dejado claro que las cuotas carecen de derechos políticos, sino que ha cerrado cualquier hueco para un eventual cambio de criterio en esta materia, previendo que si llegaran a tenerlos porque el propio legislador decide otorgárselos, las cuotas participativas emitidas conforme al régimen en vigor deberán ser amortizadas.

vas estas cuotas en los mercados de capitales para lo cual se requiere cierta flexibilidad en la retribución con la intención de adecuarla a las condiciones del mercado.

El derecho de suscripción preferente es otro de los derechos reconocidos a los titulares de cuotas participativas y se regula en el artículo 10 del Reglamento con un régimen jurídico muy semejante al previsto para las acciones de una sociedad anónima. Así, los cuotapartícipes tendrán derecho a suscribir un número de nuevas cuotas proporcional a su participación en el excedente de libre disposición antes de la emisión, de forma que puedan mantener dicha proporción tras la nueva emisión. Tales derechos son transmisibles en las mismas condiciones que las cuotas.

Sobre este derecho, llama especialmente la atención en caso de su supresión, la exigencia de que el acuerdo sea aprobado por el sindicato de cuotapartícipes para que tenga validez —claro está, siempre y cuando el sindicato exista— haciendo mención, por tanto, a su carácter potestativo. Nos preguntamos, por un lado, si este sindicato es capaz de paralizar con su negativa el acuerdo tomado por la caja emisora, lo cual parece excesivo, pero así parece deducirse del tenor literal de la norma y, por otro, qué mecanismos de defensa pueden establecerse para los cuotapartícipes en este sentido, dado que organizarse en un sindicato no es obligatorio y la potestad que se otorga en este artículo a la caja de suprimir el derecho de suscripción preferente parece bastante amplia y sometida a pocos requisitos, salvo el relativo a la exigencia del interés de la entidad, y una serie de presupuestos para la validez del acuerdo a tomar, como son la constancia de dicha supresión o, al menos, la intención de suprimirlo en la convocatoria y el cálculo del valor estimado de los derechos que se pretenden suprimir.

Otro derecho es el referido a la obtención del valor liquidativo de las cuotas en caso de liquidación de la caja emisora. Por valor liquidativo se entiende de la parte que corresponda a cada cuota de su fondo de participación, fondo de reservas de los cuotapartícipes y fondo de estabilización, disminuida o incrementada por la parte que le sea atribuible de la pérdida o beneficio del balance de liquidación no distribuido anteriormente.

El artículo 11 del Reglamento está destinado a regular los límites a la tenencia, comunicación de participaciones y obligaciones de información de los administradores. Dicho límite, que no será de aplicación a las cuotas emitidas por la CECA, es en principio, ajeno al fondo de garantía de depósitos y otras entidades del sector de las cajas de ahorros previamente autorizadas por el Banco de España, y se sitúa en torno al 5% del volumen total de cuotas en circulación, de modo tal que se establece un plazo de un mes, o de seis si la adquisición de cuotas por encima de aquel límite se ha debido a causas ajenas a

la voluntad del adquirente, para volver a una situación de normalidad por debajo de estos porcentajes. El transcurso de los citados plazos sin llevar a cabo el comportamiento esperado, determinará la suspensión por parte del Banco de España de la totalidad de los derechos económicos del adquirente, haciendo públicas las cuotas afectadas por esta medida. Parece claro que este tipo de medidas está pensado para evitar que la concentración de un significativo número de cuotas participativas en un solo titular o en un reducido número de cotaparticipes pueda suponer un nivel significativo de influencia sobre la caja emisora a pesar de carecer las cuotas de derechos políticos, como ya se ha señalado <sup>(45)</sup>.

Otro límite de tenencia aparece, sin embargo, en el artículo 12.2 del Reglamento relativo a los supuestos de amortización de las cuotas. Tal y como reza el precepto, las cuotas participativas que, por adquisición o adjudicación obren, en este caso, en poder de la caja o de un grupo consolidable por encima del 5% de las cuotas totales emitidas deberán ser amortizadas en el plazo máximo de tres meses aplicando el procedimiento de reducción de capital del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Esta situación está en consonancia con lo establecido por el artículo 7.8 de la Ley 13/1985, e indirectamente en este artículo 12.2, según el cual no está permitida la adquisición originaria de cuotas mediante suscripción, pero sí se ha previsto la posibilidad de que las cajas mantengan una autocartera de cuotas procedentes de adquisiciones derivativas. Además, y como puede comprobarse, aunque las cuotas están previstas en principio con una duración indefinida, se admite su amortización en ciertos supuestos, dedicándose el artículo 12.1 a la posible amortización anticipada, en cuyo caso, se puede hablar también del derecho de los cotaparticipes a obtener el valor de mercado de tales cuotas amortizadas, entendiéndose por valor de mercado la media de cotización y si no fuera posible obtener dicho dato, mediante la valoración efectuada por un auditor independiente elegido por sorteo, excluido el propio auditor de la caja. Los casos en los cuales es posible esta amortización anticipada de cuotas participativas son los reflejados en el último párrafo del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1985 y se refieren a la modificación del régimen jurídico de los derechos políticos; la fusión de cajas de ahorros emisoras de cuotas; amortización en caso de sobrepasar el límite de autocartera y otros supuestos entre los que se ha dado carta de naturaleza a la simple decisión de la entidad emisora con el cumplimiento de los requisitos previstos al respecto.

Por su parte, a la comunicación de participaciones y obligaciones de información de los administradores será aplicable el capítulo III del Real Decreto

---

(45) Así, IGLESIAS PRADA, *op. cit.*, p. 53.

377/1991, de 15 de marzo, sobre la comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

Por último, son dignos de interés los dos Anexos que acompañan a este Real Decreto referidos ambos a la prima de emisión (reparto de la prima en la primera emisión y reparto de la prima en la segunda y sucesivas emisiones) y que recogen fórmulas matemático-contables referidas a su reparto.

### **3. “Gobierno corporativo”. Informe anual y otros informes. Especial referencia a las comisiones del consejo de administración: inversiones, retribuciones y auditoría**

A pesar de que en un primer momento la reforma de la LORCA por la Ley financiera no estaba prevista y, por lo tanto, no figuraba en los primeros borradores con los que se trabajó, este tema se ha convertido en uno de los de mayor trascendencia a lo largo de su tramitación e incluso también una vez publicada la norma. Precisamente en el apartado de las justificaciones de esta trayectoria legislativa se sitúa (aunque se circunscriba a la mayoría parlamentaria que aprobó la Ley) la traslación a las cajas de ahorros de los llamados *códigos de buen gobierno*<sup>(46)</sup>. No deja de sorprender, por otro lado, la insistencia con la que se ha destacado la conveniencia de esta traslación si se tiene en cuenta que, por principio, aquellos códigos están inicialmente pensados para las sociedades cotizadas, y a ello ha de añadirse que tradicionalmente se ha venido considerando que las cajas de ahorros han estado bien gestionadas. ¿Por qué entonces introducir cambios en un modelo de gestión si las cajas no han participado hasta ahora en los mercados de valores y ninguna de ellas ha protagonizado un escándalo financiero? A pesar de ello si resulta cierto que las reglas del *corporate governance* van a estar presentes en la gestión de las cajas y algún motivo habrá que permita explicar esta inferencia.

---

(46) Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Las modificaciones en el régimen de las cajas de ahorros”, AA VV, *Comentario a la Ley 44/2002...*, cit., p. 437. Como bien señala este autor, en aquel momento sólo pudo tenerse en cuenta el denominado Informe y Código Olivencia de 26 de febrero de 1998, redactado por la “Comisión especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. El Gobierno de las Sociedades”. El llamado Informe Aldama, “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, es posterior, aunque ya se ha tenido en consideración para ulteriores normas y modificaciones legislativas como la llamada Ley de transparencia y las Ordenes Ministeriales que la desarrollan, que afectan también de forma decisiva a las cajas de ahorros. Vid., igualmente, de este mismo autor, “El buen gobierno de las cajas de ahorros”, *Actualidad jurídica Aranzadi*, 27 de noviembre de 2003, pp. 1 y ss.

En primer lugar, la propia pertenencia de las cajas al mercado de crédito que en cuanto sector del mercado financiero ha pasado a regirse por unas pautas muy cercanas a los mercados de valores, y viceversa. Si a ello añadimos que las cuotas participativas van a ser negociadas en mercados secundarios oficiales como las bolsas de valores, la entrada de esta figura a la negociación bursátil que se prevé para un futuro cercano obligará a las cajas a adoptar determinados parámetros de conducta donde la noción de transparencia va a ocupar un puesto central, supliéndose la falta de información acerca de cómo se toman las decisiones en estas entidades, qué remuneraciones perciben los directivos, cómo y quién decide dichas compensaciones, objetivos perseguidos por estas empresas, así como su grado de cumplimiento.

Pues bien, la configuración legal de estas obligaciones especiales de información ha venido de la mano de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican tanto la LMV como el TRLSA con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas, la llamada Ley de transparencia. Con carácter expreso su disposición adicional segunda, que ya ha sido objeto de algunos retoques por parte de la Ley 62/2003, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, de 30 de diciembre, viene a imponer a las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación oficial la obligación de hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo que había sido concebido, en principio, únicamente para las sociedades cotizadas al ser calificado dicho informe como un elemento delimitador del régimen legal de los mercados de valores, arrancando su exigencia del llamado Informe Aldama <sup>(47)</sup>.

El legislador ha dedicado en su integridad la disposición adicional segunda de aquella ley a las cajas sin contemplar ninguna remisión al nuevo artículo 116 que se incorpora a la LMV <sup>(48)</sup> y que va a formar parte del Título X, “De las sociedades cotizadas”. El citado artículo 116 de la LMV recoge el informe anual de gobierno corporativo para las sociedades anónimas cotizadas —que ya ha sido objeto de desarrollo a través de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades—, con un contenido similar, pero ajustado en el caso de la disposición adicional se-

---

<sup>(47)</sup> Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Las modificaciones en el régimen de las cajas...”, op. cit., p. 455 y “El buen gobierno de las cajas...”, op. cit., pp. 3 y 6, n. 12.

<sup>(48)</sup> Es más, la disposición adicional tercera de la Ley 26/2003 parece dar a entender que la regulación de su precedente se refiere única y exclusivamente a las cajas de ahorros, mientras que el artículo 116 de la LMV podrá ser aplicado a las restantes entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales.

gunda a las cajas de ahorros, que a su vez ha sido desarrollada por 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. Se ha querido, pues, tener en cuenta su peculiar naturaleza jurídica al entender que la exigencia de un deber de transparencia no puede ser trasladada sin más de un sector a otro, sino mediante la articulación de las oportunas adaptaciones. Claro está que también habría que determinar si las adaptaciones realizadas son las correctas. En este sentido, hubiera sido deseable que el legislador a la hora de determinar las singularidades que en esta materia pueden presentar las cajas, manifestara un mayor cuidado, meditando de forma más pausada la imposición de este deber; y lo que nos parece todavía más importante es que hubiera sido preferible presentar toda la regulación referida a este ámbito en un único texto, sin obligarnos a ser espectadores de un goteo continuo de disposiciones (Ley financiera, Ley de transparencia, Ley 10/2003, de 4 de julio, reguladora de las participaciones preferentes también posibles en el ámbito de las cajas, Ley de medidas fiscales, administrativas y del orden social de 2003, más desarrollos reglamentarios, órdenes ministeriales, ...), al punto de que cuando se había publicado una norma parece que se estaba ya pensando en la de próxima publicación para completar la anterior. En todo caso, lo que resulta claro es que la exigencia de este informe equipara de forma significativa a las cajas con otras entidades que operan habitualmente en los mercados de valores como si tales entidades acudiesen de forma regular a los mismos, cuando de momento no es así. Por ello, tal vez, las exigencias reclamadas a dicho informe de gobierno corporativo por la disposición adicional segunda de la Ley 26/2003 y la Orden ECO/354/2004 sean demasiadas, imponiendo lo que se ha calificado como un “excesivo coste legal” <sup>(49)</sup>.

Entre tales exigencias, además del requisito de la anualidad como dato temporal, y que ha de verificarse por vez primera en relación con el ejercicio económico de 2004 durante el primer semestre de 2005, y de su publicidad durante el tiempo que la CNMV determine, ésta se llevará a cabo como hecho relevante <sup>(50)</sup> y se incluirá además en la página web de la citada enti-

---

(49) MADRID PARRA, A., “Régimen de transparencia en las cajas de ahorros”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, p. 19.

(50) El artículo 82.1 de la LMV considera información relevante “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueden influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”.

dad<sup>(51)</sup>, que aparece en las cajas de ahorros con una regulación mucho más permisiva que la prevista para las sociedades cotizadas y en general para el resto de entidades emisoras de valores admitidos a cotización oficial. La propia inexistencia de esta página no se tipifica como una infracción y su único contenido obligatorio es el que estamos reseñando sin alcanzar esta obligatoriedad a otros contenidos que sí lo son para las sociedades cotizadas y otras entidades emisoras, como estatutos sociales, últimas cuentas anuales aprobadas, individuales o consolidadas, reglamentos de los órganos de gobierno, documentación relativa a las juntas generales, etc.<sup>(52)</sup>

El informe, en todo caso, será objeto de comunicación previa a la CNMV (y deberá corresponderse exactamente con el que después sea objeto de publicación), acompañando copia del documento en que conste, y a su vez la Comisión remitirá copia del informe comunicando al Banco de España y a los órganos competentes de las respectivas Comunidades Autónomas.

El apartado segundo de la disposición adicional de la Ley 26/2003 y el primero de la Orden ECO/354/2004, se refieren al contenido y estructura del informe de gobierno corporativo para lo cual, señala, deberá tenerse en cuenta la naturaleza jurídica de estas entidades. Deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la entidad y de su funcionamiento en la práctica y, en todo caso, reflejar un contenido mínimo que aparece detallado en las correspondientes disposiciones, referido de nuevo en su mayor parte a la estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno de las cajas, distinguiendo entre funciones de la asamblea general y funciones del consejo de administración, diferenciando entre las propias y las que han sido delegadas por la asamblea en el consejo, las indelegables y las delegadas por el consejo en otros órganos ejecutivos. Se deberá hacer constar también si existe o no comisión ejecutiva; los cargos que asumen cada uno de los consejeros dentro del

---

(51) El apartado segundo de la Orden ECO/354/2004, recoge, precisamente, la difusión de los hechos relevantes y publicidad anual de gobierno corporativo y de otras informaciones de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. A estos efectos, en la citada Orden se recoge aquella información que podrá ser objeto de difusión a través de la página web (apartado segundo, núm. 3), durante el tiempo que la CNMV determine, pudiendo establecer a este respecto plazos de difusión diferentes en función del contenido del hecho relevante comunicado. Se obliga además a que el contenido de dicha información sea veraz, claro, completo, de fácil acceso y gratuito, siendo responsabilidad del Director general de la caja mantener la información actualizada y coordinar su contenido con lo que resulte de los documentos depositados e inscritos en los correspondientes registros públicos, en cuyo caso, la vigencia de los respectivos documentos podrá acreditarse mediante conexión telemática con la correspondiente base de datos pública en la red.

(52) Vid. MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2004, p. 179.

consejo; los órganos ejecutivos: presidente y vicepresidente/s, director general y asimilados; órganos de apoyo: comité de auditoría, de inversiones y retribuciones; comisión de control, ..., así como la existencia y descripción del reglamento del consejo.

No deja de llamar la atención, en cierto modo, este requerimiento teniendo en cuenta que la mayor parte de las normas jurídicas que regulan esta materia tienen carácter imperativo, dejando escaso margen de actuación para adoptar otros posibles modelos de gestión con características diferentes <sup>(53)</sup>.

Asimismo deberá hacerse constar en el informe de gobierno corporativo la composición e identidad de los miembros de la asamblea general, consejo de administración y comisión de control, así como de los demás órganos delegados o de apoyo; la periodicidad de las reuniones de tales órganos de gobierno y las reglas que las rigen e, igualmente, la información relativa al sistema creado para que la comisión de control pueda conocer los acuerdos adoptados por los distintos órganos de administración al objeto de poder ejercer sus funciones fiscalizadoras y las posibles propuestas de suspensión de acuerdos.

Dentro de lo que se considera como contenido mínimo del informe, se reclama también una especial información respecto a las remuneraciones percibidas [letra h) de la Orden] que debe seguir un cierto orden de desglose: por un lado, las remuneraciones percibidas por el personal directivo de la entidad, así como de los miembros del consejo de administración de la comisión de control por prestación de servicios a la caja o a las entidades controladas por la misma, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 4 de la LMV. Por otro lado, siguiendo en materia de retribuciones, deberán hacerse constar las percibidas por los órganos de gobierno, tanto por el consejo de administración como por la comisión de control, así como por las nuevas comisiones que esta misma Ley ha ordenado constituir en el seno de las cajas, incluyéndose en el concepto de retribución las dietas por asistencia a los citados órganos, los sueldos que perciban por el desempeño de sus funciones, remuneraciones análogas, así como las obligaciones contraídas en materia de pensiones o el pago de primas de seguros de vida. Por último, deberán igualmente incluirse todas aquellas remuneraciones percibidas por los miembros de los órganos de gobierno y el personal directivo cuando representen a las cajas en sociedades cotizadas u otras entidades en las que la caja tenga una presencia o representación significativa.

Otros apartados se refieren a la necesidad de indicar las operaciones de crédito, aval o garantía efectuadas, con su correspondiente desglose, en operaciones realizadas ya sea directamente o a través de entidades dotadas, adscritas

---

(53) Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, "Informe de buen gobierno de las cajas de ahorros", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 90, abril-junio, 2003, p. 314.

o participadas, con descripción de sus condiciones, incluidas las financieras, bien con los miembros del consejo de administración o de la comisión de control incluso con sus familiares en primer grado y con las empresas o entidades con las que mantengan algún tipo de relación de las reflejadas en el artículo 4 de la LMV; o bien, con los grupos políticos que tengan representación en las corporaciones locales y en las asambleas parlamentarias autonómicas que hayan participado en el proceso electoral.

Sucesivamente deberá hacerse referencia a las operaciones crediticias con instituciones públicas, incluidos entes públicos territoriales, que hayan participado en el proceso electoral de la caja designando consejeros generales; a las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo que sean significativas, presentando dicha información desglosada en: operaciones significativas realizadas por la entidad con los miembros del consejo de administración, los miembros de la comisión de control, resto de comisiones y personal directivo; las realizadas con administradores y directivos de sociedades y entidades del grupo del que la entidad forma parte y operaciones intragrupo realizadas que sean significativas, todo ello sin perjuicio de que esta información deba ser también suministrada con carácter semestral conforme establece el artículo 35 de la LMV; la estructura de negocio y las relaciones dentro de un grupo económico, concretando el papel que cada una de las entidades del conjunto desempeña; deberá también hacerse referencia a los sistemas de control de riesgo en relación con las actividades desempeñadas por la entidad, indicando los riesgos cubiertos por el sistema y teniendo en cuenta la estructura de los recursos propios.

Se deberá adjuntar además el resumen del informe anual elaborado por la comisión de inversiones de la entidad y el grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno, explicando en su caso la falta de seguimiento que tenga lugar.

El órgano a quien se ha encomendado el seguimiento del cumplimiento de estas reglas de gobierno corporativo ha sido la CNMV, siendo su obligación comprobar que el informe contiene toda la información necesaria y que se ajusta a lo dispuesto al efecto por la normativa. Esta labor se ha encomendado, se supone, como consecuencia de que esta obligación se circunscribe a las cajas que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales y, por lo tanto, prevaleciendo el estatuto jurídico particular como emisoras de valores, por delante de su carácter de entidades de crédito. En este sentido, todas las referencias que el proyecto de Ley hacía al Banco de España tanto para determinar el contenido como el seguimiento del informe se han suprimido a favor de la CNMV. Para realizar aquella función, la Comisión podrá recabar toda la información que precise e igualmente publicar aquella información que consi-

dere relevante en relación a la efectividad de cumplimiento de aquellas reglas por la entidad.

La falta de redacción, o en su caso de publicación del informe, o realizarlo con omisiones o datos falsos que puedan incitar al engaño, se considerará como una infracción grave tal y como establece el nuevo artículo 100.b) bis de la LMV incorporado por esta Ley 26/2003, de 17 de julio, correspondiéndole en consecuencia una o más de las sanciones previstas por el artículo 103 de la LMV.

Señalar además que la CNMV está facultada según la Orden ECO/354/2004 para elaborar un texto que sirva de referencia a las cajas a la hora de dotarse de regulación propia en materia de gobierno corporativo y que, seguramente, habrá de recoger las recomendaciones básicas tanto del informe Olivenzia como del informe Aldama con la adaptación necesaria a las peculiaridades de las cajas de ahorros que permita una autorregulación por parte de cada caja. En relación con las sociedades cotizadas en general, la CNMV ya ha publicado la Circular 1/2004, de 17 de marzo, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios de valores.

A pesar de lo detallado de toda esta regulación, particularmente en lo que se refiere al contenido del informe —que como hemos señalado en varias ocasiones tiene un carácter mínimo lo cual significa que las cajas pueden aportar además otros datos—, no se menciona de modo expreso al órgano encargado de redactarlo. Parecía que su determinación era una cuestión que se dejaba al posterior desarrollo normativo previsto, pero una vez que ha sido publicado tampoco se menciona al órgano en cuestión, que no hubiera estado de más que apareciera delimitado ya en la Ley, sobre todo como consecuencia de las responsabilidades que pueden derivar de su elaboración incompleta o falta de realización, y que ya se han comentado.

En principio, todo apunta a que el órgano indicado será el de administración, dado que el consejo se encuentra en la mejor de las posiciones posibles para acometer esta tarea. Y hubiera sido también preferible que se hubieran delimitado aunque fuera de forma mínima los procedimientos de elaboración y consecuente aprobación y, por lo tanto, si la asamblea interviene o no en alguna medida en la redacción del informe. A este respecto lo que sí se menciona es que el informe se pondrá a disposición de los miembros de la asamblea general reunidos para censurar la gestión del consejo de administración, de lo que se deduce que la elaboración del informe anual de gobierno corporativo forma parte de las labores de gestión de dicho consejo.

Otro tema que resulta de obligado tratamiento en este apartado es el relativo a las comisiones del consejo de administración. El origen de tales comisio-

nes obligatorias para las cajas de ahorros se encuentra en las Recomendaciones realizadas por el *Código Olivencia* publicadas el 26 de febrero de 1998. En concreto, la recomendación núm. 8 del Código de buen gobierno para las sociedades cotizadas se expresa en el siguiente sentido: “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 cargos directivos (nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (retribuciones), y evaluación del sistema de gobierno (cumplimiento).” Por su parte, el Informe Aldama profundiza y perfecciona estas exigencias situándolas más cerca de las finalmente exigidas a las cajas de ahorros. En concreto, el Informe Aldama, que no realiza recomendaciones concretas a diferencia de su antecesor, trata este tema en su apartado IV relativo a los órganos de gobierno y, en relación a las comisiones del consejo de administración además de la ejecutiva o delegada, contempla las comisiones de auditoría y control, de nombramientos y retribuciones y, en su caso, de estrategia e inversiones, con funciones únicamente de informe y propuesta al consejo de administración y aquellas otras que, en el ámbito interno de sus competencias, les atribuyen la Ley, los estatutos o el reglamento del consejo.

Como puede comprobarse a simple vista, las comisiones recomendadas por este Código no coinciden con las que después se han convertido en obligatorias para las cajas: inversiones, retribuciones y auditoría. Las dos primeras en virtud de la disposición adicional cuarta de la Ley 26/2003, de transparencia, que introdujo los artículos 20 bis y ter en la LORCA (posteriormente retocados por la Ley 62/2003, de medidas fiscales, administrativas y del orden social); y la última comisión, de dudosa obligatoriedad para las cajas desde su creación por el artículo 47 de la Ley financiera (pues sólo se refería a las sociedades cotizadas), hasta que finalmente la ha confirmado como tal el artículo 98 de la Ley 62/2003, al modificar de nuevo la disposición adicional decimooctava de la LMV fruto de aquel artículo 47, que pasa a referirse ya a todas las entidades emisoras de valores admitidos a cotización, al añadir un apartado 5 con el siguiente contenido: “En las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las funciones del comité de auditoría podrán ser asumidas por la comisión de control”.

Siguiendo a IBÁÑEZ JIMÉNEZ<sup>(54)</sup>, tales comisiones o comités del consejo de administración son cuasi-órganos o subórganos del consejo que complementan la actividad del propio órgano de administración cuando actúa colegia-

---

<sup>(54)</sup> Vid. “La comisión de control de cumplimiento normativo (*compliance committee*) del consejo de administración”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 92, octubre-diciembre, 2003, pp. 91 y ss.

damente, siendo a su vez la estructura de cada una de las comisiones también colegiada. Su modo de actuación, por tanto, resulta semejante pero no su ámbito de competencias que queda circunscrito a la ejecución de determinadas tareas o funciones especializadas previamente señaladas, siendo ésta una de las notas características que distinguen a este tipo de comités o comisiones. Se pretende, por tanto, una mayor especialización para lograr una gestión óptima, sobre todo en sociedades de gran tamaño y tanto desde un punto de vista interno comprendiendo al resto de miembros del consejo de administración, como externo, en relación a grupos de terceros ajenos a los socios y a los órganos sociales, todo ello con la finalidad última de aliviar tareas y costes administrativos al pleno del consejo.

Por lo que se refiere al *comité de auditoría* la Ley financiera fue la encargada de convertir en norma obligatoria la recomendación del Código Olivencia al respecto, aunque después fue retocado, como hemos visto, para extender la obligación de contar con dicho órgano de control interno a todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. De este modo, las entidades emisoras y, entre ellas, también las cajas de ahorros, deberán crear tal comité que en los sistemas monistas se incardina como organismo dentro del consejo de administración, mientras que en los dualistas (sistema al que podría equipararse el que rige para las cajas) se sitúa a este comité en el órgano de vigilancia y control, hasta el punto que sus funciones pueden ser asumidas por éste. Sin embargo, el legislador, bien deliberadamente, bien por voluntad de relegar esta materia a un desarrollo reglamentario posterior, no ha regulado ni la forma ni el alcance en que estas funciones vayan a ser ejercidas por la comisión de control de la caja, teniendo en cuenta que su composición y organización internas no se ajustan a las exigidas para el comité de auditoría puesto que no está formado por vocales del consejo de administración, tiene un carácter eminentemente consultivo y no parece que esté dotado de las atribuciones correspondientes para poder desarrollar las funciones propias del comité de auditoría<sup>(55)</sup>. En definitiva, no parece claro que la configuración y composición de la comisión de control resulten las apropiadas para afirmar la similitud entre este órgano y el comité de auditoría pensado por el legislador sobre la base de las sociedades anónimas cotizadas<sup>(56)</sup>.

Constatado este importante problema inicial que mantiene indefinida la configuración de este comité en las cajas de ahorros, en todo caso, el régimen jurídico aplicable prevé que entre las funciones que debe desarrollar se encuentra la de vigilancia, aunque con un carácter muy limitado, de ciertas actividades

---

(55) Vid. MATEU DE ROS CEREZO, op. cit., p. 180.

(56) Así, MADRID PARRA, op. cit., p. 18.

del consejo de administración, sin que nos encontremos en caso alguno ante una delegación de dicho consejo para la supervisión y vigilancia de los servicios de auditoría o de control de los sistemas contables seguidos por la sociedad, sino que se trata de una función que deriva directamente de la Ley y, en su caso, de los estatutos. El comité de auditoría, en consecuencia, tiene unas funciones propias referidas a una labor de control y supervisión de la contabilidad respecto de la que debe informar al propio consejo <sup>(57)</sup>. Además este comité tiene otras funciones mínimas enunciadas por el artículo 47 de la Ley, independientemente de que puedan completarse con lo dispuesto por los estatutos sociales. Entre tales competencias de carácter legal que tienen, por tanto, un carácter mínimo, se encuentran la de informar a la asamblea general sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia. No se trata, como puede apreciarse de un deber de información abierto respecto a los asuntos sobre los que el comité manifestará su conveniencia sino que, por el contrario, aparece circunscrito a determinadas formalidades.

Igualmente, debe proponer al consejo, para su sometimiento a la junta o asamblea general, el nombramiento de los auditores de cuentas externos de acuerdo con la normativa aplicable a la entidad y deben además relacionarse con dichos auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencias de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación respectiva. En este sentido, deberá convertirse en un decisivo punto de encuentro entre la demanda y la oferta de información financiera, partiendo de un dato claro y es que los auditores deben estar del lado de la demanda de información, representando a los destinatarios de la misma.

El comité ha de tener mayoría de consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, aunque su presidente deberá ser uno de ellos. Dicho presidente deberá ser sustituido cada cuatro años, pudiendo ser reelegido una vez transcurrido un año desde su cese. En este sentido, la redacción definitiva de la disposición se ha apartado de las exigencias inicialmente establecidas como expresión de los principios de gobierno corporativo que indicaban que el comité de auditoría debería estar integrado de modo exclusivo por consejeros no ejecutivos, que además serán elegidos por el consejo de administración y no por la asamblea o junta general, como se había previsto en un principio en los trabajos preparatorios de la Ley financiera.

---

(57) Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., "Líneas generales del régimen del comité de auditoría de las sociedades cotizadas", *RDBB*, núm. 89, enero-marzo 2003, pp. 199, 200 y 203.

La regulación de las otras dos comisiones ha sido incorporada a la propia LORCA en su Capítulo II dedicado al consejo de administración. Se pone claramente de manifiesto cómo las comisiones de retribuciones e inversiones deben crearse para su incorporación a aquel consejo salvándose el problema mencionado en torno a la posible asunción de sus funciones por la comisión de control, aunque no por ello se salva la justificación de su propia existencia ni de las funciones que están llamadas a desempeñar, puesto que se ha considerado que su mera creación, al margen de la exigencia del informe sobre gobierno corporativo, no aporta nada en relación a la transparencia exigible a la actividad de los consejos de administración de estas entidades y ello se pone sobre todo de manifiesto en la circunstancia de que su creación no se ha previsto en las sociedades cotizadas en general <sup>(58)</sup>.

En cuanto a su régimen jurídico, el artículo 20 bis de la LORCA establece: “El consejo de administración de las cajas de ahorros constituirá en su seno una comisión de retribuciones, que tendrá la función de informar sobre la política general de retribuciones e incentivos para los miembros del consejo y personal directivo. La comisión estará formada por un máximo de tres personas, que serán designadas de entre sus miembros por el consejo de administración. El régimen de funcionamiento de la comisión de retribuciones será establecido por los estatutos de la caja y su propio reglamento interno”. Por su parte, el artículo 20 ter establece a su vez: “El consejo de administración de las cajas de ahorros constituirá en su seno una comisión de inversiones, formada por un máximo de tres miembros, que tendrá la función de informar al consejo sobre las inversiones y desinversiones de carácter estratégico y estable que efectúe la caja, ya sea directamente o a través de entidades del mismo grupo, así como la viabilidad financiera de las citadas inversiones y su adecuación a los presupuestos y planes estratégicos de la entidad. Los miembros de la comisión serán designados atendiendo a su capacidad técnica y experiencia profesional por el consejo de administración de entre sus miembros. 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.

Se entenderá como estratégica la adquisición o venta de cualquier participación significativa de cualquier sociedad cotizada o la participación en proyectos empresariales con presencia en la gestión o en sus órganos de gobierno.

---

<sup>(58)</sup> Muy crítico con la creación de estas comisiones es SANTAMARÍA PASTOR, op. cit., pp. 32 a 34.

El régimen de funcionamiento de la comisión de inversiones será establecido por los estatutos de la Caja y su propio reglamento interno”.

De tales preceptos, precipitadamente incorporados por una enmienda en el Senado a la tramitación de la Ley de transparencia y que tuvieron que ser objeto de reforma cinco meses después <sup>(59)</sup>, se derivan las siguientes cuestiones. En primer lugar, se trata de órganos que se establecen en el seno del propio consejo de administración de las cajas. En segundo lugar, sus componentes en un máximo de tres son nombrados por el propio consejo, sin exigirse ningún requisito de idoneidad a mayores que para el resto de los miembros del consejo. Y, en tercer lugar, su función consiste en emitir informes sobre asuntos que son propios de consejo y, por lo tanto, sobre decisiones en las cuales ellos mismos han participado.

En el caso de la comisión de retribuciones, cuya regulación, como ha podido comprobarse, es mucho más sucinta, su misión exclusiva consiste en elaborar un informe sobre política de retribuciones e incentivos, sin que en principio, dicha comisión pueda proponer o decidir al respecto y sin que se indique tampoco el momento en que dicho informe se debe elaborar ya que si en un principio pudiera pensarse que se trata de un informe previo, también puede tratarse de un informe valorativo realizado *a posteriori*. Y lo que es más importante, no parece tratarse de una función que justifique por sí misma la existencia de una comisión individualizada ya que, por un lado, podría realizarla sin problema alguno el propio consejo en su conjunto y, por otro, si el informe de gobierno corporativo debe contener una información pormenorizada sobre esta cuestión, cabría plantearse qué sentido le resta a este informe previsto por el artículo 20 bis de la LORCA.

La comisión de inversiones regulada con un poco más de detalle por el artículo 20 ter plantea cuestiones semejantes en cuanto a la justificación de su existencia así como del informe que tiene como misión elaborar, aunque sí que es cierto que en este caso existe un margen más amplio de credibilidad, precisamente, por la menor publicidad exigible a cuestiones como estas que forman parte de la estrategia interna de las cajas, pero con el inconveniente que,

---

(59) Tomamos de SANTAMARÍA PASTOR, op. cit., p. 42, núm. 5, la explicación de la necesaria modificación realizada en tan breve período de tiempo. Y es que, efectivamente, “la versión inicial del texto de estos artículos posibilitaba que los miembros de ambas comisiones fueran personas ajenas al Consejo de Administración, lo que hubiera convertido a dichas comisiones en una especie de órgano de vigilancia *ad hoc*, duplicando en cierta forma las tareas de la Comisión de Control, y que en algún caso habrían podido derivar hacia una emulación de los ‘viejos comisarios políticos’...”

frente a la transparencia que se pretende lograr, plantea el reservar datos como éstos <sup>(60)</sup>.

#### IV. ¿BANCOS O CAJAS? QUÉ MÁS DA

Han pasado ya veinticinco años desde que en España se produjese la equiparación, en términos operativos, de las cajas a los bancos, a través del artículo 20 del Real Decreto 2290/1997, de 27 de agosto <sup>(61)</sup>, y más de quince desde que el Real Decreto 1582/1988, de 29 de diciembre, derogara el régimen limitativo para su expansión fuera del territorio de la Comunidad Autónoma en la que tuvieran su sede central, estableciendo la libertad plena de apertura de oficinas en todo el territorio español. Estos pasos de gigante abrieron la puerta a una más amplia liberalización financiera que se sigue sintiendo a la fecha de hoy y en la que el proceso de integración europea ha jugado un papel determinante con su máxima de intensificación de la competencia. Fue precisamente el Derecho comunitario el que influyó de forma decisiva en el afianzamiento de las cajas de ahorros como auténticas entidades de crédito, pues si lo que se estaba tratando de conseguir era no discriminar a una entidad de crédito de otro Estado miembro para que pudiera abrir una sucursal en cualquier parte del territorio español sin estar sometido a ningún tipo de limitación geográfica, una vez que eran cumplidos los requisitos establecidos a nivel europeo, mal podía conciliarse

---

<sup>(60)</sup> De nuevo, SANTAMARÍA PASTOR, op. ult. cit., p. 33, quien considera que si ha sido la transparencia la directriz que ha motivado el establecimiento de estas comisiones, hubiera sido mucho más sencillo establecer la obligación del consejo de administración de elaborar un informe anual de retribuciones e inversiones y hacerlo público mediante su inserción en el informe de gobierno corporativo.

<sup>(61)</sup> “A partir de la entrada en vigor de la presente disposición las cajas de ahorros podrán realizar las mismas operaciones que las autorizadas a la banca privada, sin otras limitaciones que las vigentes para esta última en el marco de la Ley 2/1962, de 14 de abril, sobre Bases de ordenación del crédito y de la banca.” Este Real Decreto junto a otro de la misma fecha 2291/1977, sobre regionalización de inversiones, constituyen lo que vino a denominarse como “Reforma Fuentes Quintana”, que afectó de forma plena al ámbito operacional, estructural y de organización de las cajas de ahorros. No deben olvidarse tampoco el Real Decreto 2227/1977, de 29 de junio, que suprimió la Junta de inversiones ni la Orden de 23 de julio de 1977 por la que se iniciaba la liberalización de los tipos de interés y la reducción gradual de los coeficientes obligatorios de inversión que constituyó una auténtica revolución en lo que al sistema financiero español se refiere, abriendo el camino a las reformas que tuvieron lugar con posterioridad. En todo caso, la profunda reforma que tuvo lugar en 1977 buscaba cinco objetivos generales que se pueden resumir del siguiente modo: en primer lugar, equiparar funcionalmente a todas las entidades de depósito; en segundo lugar, ampliar la libertad de actuación de los intermediarios financieros; como tercer punto, liberalizar progresivamente los tipos de interés para acabar con los procesos de racionamiento de créditos e inversiones; perfeccionar los instrumentos de política monetaria disponibles por el Banco de España y por último, abrir el sistema financiero español a los movimientos internacionales de capital.

esta aspiración con la discriminación entre dos tipos de entidades de crédito, bancos y cajas de ahorros, en el propio territorio español.

Así, la Directiva 77/780/CEE, de 12 de diciembre, elaborada sobre la base del principio de no discriminación, permitía la posibilidad de que ciertas entidades de crédito con un radio de acción local o controladas por algún organismo central especial pudieran ser eximidas de la aplicación de alguno de sus preceptos, y en este sentido el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adoptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al Ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea optó por seguir el criterio más claro que era el de la unidad de régimen jurídico tanto para bancos, como para cajas y cooperativas de crédito <sup>(62)</sup>. Como es de suponer, las modificaciones posteriores sufridas por esta norma tanto por la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, como por la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero, o la más reciente Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, han mantenido inalterada la consideración de las cajas como entidades de crédito autónomas.

La propia evolución de las cajas de ahorros españolas —a pesar de permanecer intactos a lo largo de la misma sus rasgos institucionales básicos— pone de manifiesto su enorme capacidad de adaptación a los cambios políticos y económicos, “una especial vitalidad para su transformación y adaptación a las necesidades de cada época” <sup>(63)</sup>, sobreviviendo al proceso de liberalización financiera y especialización a que se han visto abocadas las entidades de crédito y también las propias cajas. Ello también puede apreciarse en el hecho de haber permanecido ajenas al proceso de transformaciones sufrido por estas entidades en Europa, en muchos casos con una equiparación absoluta a los bancos comerciales, entre otras cuestiones por haber sido capaces de mantener una situación económica saneada y por adaptarse a las exigencias del mercado único en materia de recursos propios.

Se ha llegado a un punto, por tanto, en el que siendo tres los tipos de entidades a las que se les permite la máxima capacidad de actuación en el mercado crediticio y teniendo en cuenta la escasa importancia en términos cuantitativos de las cooperativas de crédito, los bancos y las cajas se han situado en una posición de competencia. Dicha competencia ha sido calificada como

---

(62) Vid. SÁNCHEZ CALERO, “La identidad de las cajas de ahorros...”, cit., p. 563.

(63) Vid. SÁNCHEZ CALERO, op. ult. cit., p. 558.

*imperfecta* <sup>(64)</sup> provocada por la diversidad de tratamiento legislativo, pero sobre todo por la consideración de que las cajas se encuentran en una posición de privilegio derivada de su capacidad para adquirir bancos, mientras que éstos no la tienen para adquirir cajas. De hecho las principales cajas se encuentran posicionadas en bancos normalmente de mediano tamaño. Pero dejando a un lado este dato, a pesar de su gran importancia en el mercado, la igualdad operativa ya está plenamente consolidada desde hace tiempo, una vez que las cajas se han enfrentado a los retos fundamentales que se les planteaban como la subsistencia y con posterioridad su potenciación en una situación de desregulación y competencia creciente como la que ha tenido lugar a lo largo de los últimos años, en la que se ha puesto de manifiesto que su modelo organizativo verdaderamente ha funcionado de un modo adecuado sin necesidad de un mayor acercamiento estructural a los bancos, aunque éste sí haya tenido lugar desde otros puntos de vista, y respecto a otros sea necesario afrontar nuevos desafíos, en particular, el de la internacionalización de este tipo de entidades de crédito, en consonancia a la que se ha producido en relación a los bancos; o la discusión acerca de la obra social de las cajas como elemento clave de su gestión y su ubicación correcta para que no se convierta en una molestia, sino más bien, en un aliciente para su desarrollo. Precisamente, el hecho de ser consideradas como entidades con finalidad social debería trasladarse al ámbito de las prácticas de buen gobierno corporativo tomando la iniciativa al respecto frente a sus competidores <sup>(65)</sup>.

## V. BIBLIOGRAFÍA

AA VV, *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, F. Sánchez Calero y Juan Sánchez-Calero Guilarte (coords.), Aranzadi, Pamplona, 2003.

ALAMINOS MINGORANCE, C., *Régimen jurídico-administrativo de las cajas de ahorros en España*, Granada, 2002.

ÁLVAREZ MANZANEDA, R., “La transformación de las cajas de ahorros operada en el ámbito comunitario”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 85, 2002, pp. 123-183.

ANTÓN PÉREZ, J.A., “Legislación financiera y cajas de ahorros. Situación actual”, *Papeles de Economía Española*, núm. 100, vol. I, pp. 361-369.

---

(64) Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “Las modificaciones en el régimen de las cajas de ahorros...”, AA VV, cit., p. 444.

(65) Vid. CRESPI CLADERA, R. y GARCÍA CESTONA, M.A., “El gobierno de las entidades bancarias: su evolución y el caso de las cajas de ahorros”, *Papeles de Economía Española*, núm. 101, 2004, pp. 190 y 191.

CASARES MARCOS, A., *Cajas de ahorros: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant lo blanch, Valencia, 2003.

CRESPI CLADERA, R. y GARCÍA CESTONA, M.A., “El gobierno de las entidades bancarias: su evolución y el caso de las cajas de ahorros”, *Papeles de Economía Española*, núm. 101, 2004, pp. 176-193.

CRESPO, M. y LLOPIS, G., “Jurisprudencia constitucional sobre Cajas de Ahorros”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 71, 2001.

FUERTES, M., “Las cajas de ahorros locales en Alemania: noticia de un servicio público y de su controvertido debate en el ámbito comunitario”, *Revista de Administración Pública*, núm. 161, mayo-agosto, 2003, pp. 513-535.

GONZÁLEZ MORENO, J.M., “Cajas de Ahorros”, AA VV, *Derecho del Mercado Financiero*, tomo I, volumen I, Alonso Ureba, Martínez-Simancas Sánchez (dirs.), Civitas, Madrid, 1994, pp. 185-218.

IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “La comisión de control de cumplimiento normativo (*compliance committee*) del consejo de administración”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 92, octubre-diciembre, 2003, pp. 89-132.

IGLESIAS PRADA, J.L., “Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros. Cuotas participativas y participaciones preferentes”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, pp. 45-78.

LAGARES CALVO, M., “Cajas de Ahorros: las respuestas españolas”, *Papeles de Economía Española*, núm. 46, 1991, pp. 204-230.

— “Las Cajas de Ahorros en la nueva Ley financiera”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 171, noviembre-diciembre, 2002, pp. 99-104.

LÓPEZ DEL PASO, R., “Las Cajas de Ahorros en el continente europeo: un modelo llamado a persistir”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 176, septiembre-octubre, 2003, pp. 142-150.

MADRID PARRA, A., “Régimen de transparencia en las cajas de ahorros”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, pp. 1-25.

MARTÍN-RETORTILLO BAQUER, S., *Derecho Administrativo económico*, II, La Ley, Madrid, 1991.

MARTÍNEZ MERCADO, M., “Comentarios al texto del Real Decreto de regulación de las cuotas participativas de las cajas de ahorros”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 95, julio-septiembre, 2004, pp. 211 a 232.

MATEU DE ROS CEREZO, R., *La Ley de transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Pamplona, 2004.

MÉNDEZ ÁLVAREZ CEDRÓN, J.M.<sup>a</sup> y GARCÍA ANDRÉS, G., “La Ley Financiera: un nuevo hito en la reforma del sistema financiero español”, *Información Comercial Española*, núm. 801, agosto-septiembre, 2002, pp. 13-24.

PEINADO GRACIA, J.I., “Apuntes para la reforma de las cajas de ahorros y los recursos propios”, *Banca, Borsa e Titoli di credito*, núm. 6, 2002, pp. 793-806.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R., “La transformación de las cajas de ahorro operada en el ámbito comunitario”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 85, enero-marzo, 2002, pp. 123-183.

— *Las fundaciones bancarias: de cajas de ahorros a sociedades de capital*, Universidad de Granada, Granada, 2003.

SALVADOR ARMENDÁRIZ, M.<sup>a</sup>A., “Una aproximación a la Ley de medidas de reforma del sistema financiero”, *Revista Jurídica de Navarra*, núm. 34, 2002, pp. 99-132

SÁNCHEZ CALERO, F., “La identidad de las cajas de ahorros: pasado, presente y futuro”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 43, 1991, pp. 557-583.

— “Líneas generales del régimen del comité de auditoría de las sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 89, enero-marzo, 2003, pp. 191-218.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Informe de buen gobierno de las cajas de ahorros”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 90, abril-junio, 2003, pp. 313-314.

— “El buen gobierno de las cajas de ahorros”, *Actualidad jurídica Aranzadi*, 27 de noviembre de 2003, pp. 1 y ss.

SANTAMARÍA PASTOR, J.A., “Los órganos de gobierno de las cajas: un trienio de minirreformas y contrarreformas”, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, 2004, pp. 27-43.

TAPIA HERMIDA, A.J., “La financiación externa de las cajas de ahorros, en particular, las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 43, julio-septiembre, 1991, pp. 687-743.

---

# CRÓNICA

---

# LOS ANALISTAS DE VALORES. ENTRE LA INTERVENCIÓN PÚBLICA Y LA AUTORREGULACIÓN

BEATRIZ BELANDO GARÍN

*Profesora Ayudante de Derecho Administrativo  
Universidad de Valencia*

---

## SUMARIO

- I. LOS ASESORES Y ANALISTAS DE VALORES COMO SUJETOS DEL MERCADO DE VALORES.
  - 1. Introducción.**
  - 2. Clases de analistas. Las diferentes tipologías de conflictos de intereses.**
  
- II. LA RESPUESTA DE LOS REGULADORES EUROPEOS Y NORTEAMERICANOS.
  - 1. Diferentes tradiciones, soluciones semejantes.**
  - 2. La reacción norteamericana.**
    - A) La situación previa en el mercado de valores norteamericano.
    - B) Las primeras soluciones: la regulación de las organizaciones autorreguladas.
    - C) La respuesta definitiva: La *analyst certification* de la *Securities and Exchange Commission*.

**3. La reacción europea. Las Directivas sobre manipulación del mercado de valores y la reforma de la Directiva de Servicios de Inversión.**

- A) Las obligaciones de conducta de los analistas que elaboran recomendaciones de alcance general y público.
- B) Las nuevas empresas de servicios de inversión.

**III. LA SITUACIÓN EN ESPAÑA: INTERVENCIÓN PÚBLICA Y AUTORREGULACIÓN.**

- 1. Las previsiones públicas actuales relativas a los analistas.**
- 2. Propuestas de intervención pública integral en la profesión de analista.**

**IV. REFLEXIONES FINALES.**

---

**I. LOS ASESORES Y ANALISTAS DE VALORES COMO SUJETOS DEL MERCADO DE VALORES**

**1. Introducción**

En un contexto como el actual donde la importancia de los productos financieros como fórmula de inversión ha ido acompañada de conocidos escándalos, la reacción de los poderes públicos ha sido sustancialmente <sup>(1)</sup> la misma en casi todos los países: el aumento de la intervención pública. La solución adoptada asume la significativa influencia de determinados colectivos en las decisiones finales de inversión: analistas <sup>(2)</sup>, auditores, periodistas o asesores, muchos de los cuales habían sido obviados por las regulaciones nacionales sobre el mercado de valores. El punto de partida de este trabajo es considerar un

---

(1) En un primer momento la tendencia iba dirigida a la autorregulación sin embargo el descubrimiento de nuevos fraudes recondujo la situación. De esta primera fase es muestra la elaboración por la "Securities Industry Association" (SIA) de las "Mejores prácticas para realizar informes". Estas mejores prácticas eran orientativas, es decir, de cumplimiento voluntario dado que la SIA no posee potestad para hacer cumplir dichas recomendaciones. La insatisfacción por este tipo de medidas ya fue puesto de manifiesto por SULLIVAN, K.S., "Serving two masters: securities analysts liability and regulation in the face of persuasive conflicts of interests", *UMKCKR Law Review*, n.º 70, 2001, pp. 433-434.

(2) No hay que olvidar que el mercado de valores es un sector económico de gran volatilidad por lo que no todos los perjuicios que sufren los inversores son achacables a la falta de ética de los agentes que en él intervienen aunque por supuesto éstos juegan un papel importante. En este sentido se pronuncia DE MORA GIL-GALLARDO, J.L., en *Ética y mercado de valores*, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W./FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, J.L. (dir.), Marcial Pons, 2002, p. 128.

sector concreto de estos profesionales, los analistas, como “agentes del mercado”<sup>(3)</sup>, es decir, como sujetos con capacidad para lograr un mercado más eficiente y una mejor formación de los precios. Se trata de reconocerles un papel relevante en el funcionamiento del mercado, y en atención a ello sujetarlos a mayores prescripciones públicas. Los analistas junto con los auditores asumen así el papel de *gatekeepers*<sup>(4)</sup>, es decir, de “guardianes” para aquellos que deciden acceder por primera vez al mercado o lanzar un nuevo producto. La misión pública del analista es, desde esta perspectiva, transmitir información al mercado sobre la situación de una determinada empresa o de un determinado producto financiero para que la decisión de inversión sea razonable. En otras palabras servir “como conductos de información, o intermediarios, entre las compañías que ellos investigan y los actuales o potenciales inversores”<sup>(5)</sup>.

En atención a esta función pública su comportamiento profesional ya no es una cuestión contractual sino de interés público. Desde este enfoque se comprenden las nuevas regulaciones tanto comunitarias como norteamericanas que se han adoptado en los últimos años que, partiendo de situaciones jurídicas y

---

No obstante, el recuerdo del trabajo desempeñado por los analistas en el alza desmesurada de los valores tecnológicos y la caída final de los mismos, entre otros fraudes ha estado presente en la mente de los legisladores a la hora de abordar la supervisión de estos profesionales. Otro conocido fraude lo representa la empresa ENRON. Para demostrar la participación de los analistas en el escándalo citado, MACEY (“Efficient capital markets: corporate disclosure, and Enron”, *Cornell Law Review*, n.º 89, 2004, p. 404) comenta que en noviembre de 2001, un mes antes de la caída de ENRON y cuando ya era conocido que la SEC estaba investigando a la empresa por sus maniobras contables, 11 de los 13 analistas que seguían Enron todavía recomendaban comprar y sólo uno recomendaba vender. JENNINGS (“A primer on Enron: lessons from a perfect storm of financial reporting, corporate governance and ethical culture failures”, *California Western Law Review*, 2003, pp. 163 y ss.) analiza igualmente el caso de Merrill Lynch donde los e-mails de los empleados de la empresa demostraron que mientras los analistas recomendaban comprar determinados valores, éstos eran calificados de basura en estos correos internos.

(3) Un sentido semejante posee la expresión “intermediarios” utilizada por CHOI, S.J./FISH, J.E., (“How to fix Wall Street: a voucher financing proposal for securities intermediaries”, *Yale Law Journal*, n.º 113, 2003, p. 272).

(4) El término aparece definido por COFFEE, J.C., (“Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms”, *Boston University Law Review*, n.º 84, 2004, pp. 301 y ss., en concreto, p. 308) como “los profesionales externos que sirven al consejo y a los inversores”, y que se definen por dos elementos: tienen como principal capital su reputación y su remuneración es sensiblemente inferior a los beneficios que obtiene la persona para quien realiza el servicio. El concepto, tal como el mismo autor reconoce, aparece por primera vez utilizado por GILSON, R./KRAAKMAN, R., “The mechanisms of market efficiency”, *Va. Law Review*, n.º 70, 1984, pp. 549 y ss. y en la actualidad es incluso manejado por la propia SEC norteamericana.

(5) FISH, J.E./SALE, H.A., “The securities analysts as agent: rethinking the regulation of analysts”, *Iowa Law Review*, n.º 88, 2003, pp. 1035 y ss., en concreto, p. 1041.

económicas muy diversas, han llegado a soluciones semejantes, por no decir, idénticas, para solventar el problema del control público de los informes y recomendaciones de los analistas. Sorprenden todavía sin embargo las insuficiencias detectadas en el nuevo régimen y las diferencias existentes entre los distintos *gatekeepers* <sup>(6)</sup> en cuanto al grado de intervención pública, en especial entre analistas y auditores.

## **2. Clases de analistas. Las diferentes tipologías de conflictos de intereses** <sup>(7)</sup>

El escollo principal para sujetar a control público a los analistas es que estos profesionales no forman un colectivo homogéneo sino que por el contrario el desarrollo de su actividad se desenvuelve bajo circunstancias diversas, lo que dificulta la identificación de todas aquellas situaciones susceptibles de poner en peligro la objetividad de sus informaciones. No es por ello sorprendente que la primera tarea emprendida por la Comisión europea fuera su estudio y sistematización, trabajo que recayó en un grupo de expertos presidido por Ian Mackintosh y que tuvo como resultado un interesante informe titulado “*Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market*”, (4 de septiembre de 2003), donde no sólo se identificaban los problemas sino que se proponían soluciones a nivel comunitario.

Siguiendo lo establecido en este informe los principales tipos de analistas son <sup>(8)</sup>:

- S** *Sell-side equity analyst*: es un analista que cubre uno o más sectores económicos y que es empleado de intermediarios financieros tales como agencias y sociedades de valores. Sus recomendaciones son a menudo distribuidas entre los clientes o incluso pueden ser difundidas entre el público <sup>(9)</sup>.

---

(6) En el sistema norteamericano es habitual incluir dentro de este concepto igualmente a los abogados especializados en estos mercados, COFFEE, “Gatekeeper failure and reform...”, op. cit., p. 304.

(7) COFFEE, J.C., “Understanding Enron: It’s about the gatekeepers, stupid”, *Business Lawyer*, n.º 57, 2002, pp. 1403 y ss.

(8) Sobre este punto puede igualmente consultarse el informe de la SEC titulado “Analyzing Analysts Recommendations”, de 20 de junio de 2002, accesible desde [www.sec.gov.investor/pubs/analysts.htm](http://www.sec.gov.investor/pubs/analysts.htm).

(9) Representan el 30% del mercado, FISH, J.E./SALE, H.A., “The securities analysts as...”, op. cit., pp. 1035 y ss., en concreto, p. 1041. Sin embargo, son principalmente ellos, por sus relaciones con las bancos de inversión, los que han protagonizado los principales escándalos.

- S *Buy-side equity analyst*: es un analista empleado por un inversor institucional. A diferencia del anterior sus recomendaciones no suelen publicarse o divulgarse fuera de la empresa. Suelen estar directamente involucrados en la gestión de los fondos<sup>(10)</sup>.
- S *Independent analysts*: proporcionan análisis sin poseer ningún tipo de relación con las empresas que cubren. Muchos de estos analistas proveen sus informes bajo suscripción o bajo otro tipo de honorario<sup>(11)</sup>.

El informe excluye expresamente a los periodistas financieros al entender que el término “analista” debería implicar un trabajo de cierta profundidad y calidad. Esta posición sin embargo no se comparte puesto que desde la perspectiva de la capacidad para dañar al mercado tales sujetos se encuentran, al igual que los analistas que trabajan para empresas de inversión, en una posición enormemente privilegiada<sup>(12)</sup>. Si se trata de proteger al inversor, las salvaguardas públicas deben alcanzar también a los periodistas.

Delimitado el concepto “analista” el informe identifica entre otras, las siguientes áreas conflictivas:

- S La participación de los analistas en la preparación de salidas a bolsa.
- S El acceso a información confidencial.
- S Las prácticas de remuneración de los analistas<sup>(13)</sup>.

---

(10) Aproximadamente el 60% de los analistas que trabajan hoy en el mercado están incluidos en esta categoría, FISH, J.E./SALE, H.A., “The securities analysts...”, op. cit., p. 1041.

(11) Aunque ésta es la clasificación generalmente aceptada, CHOI, S.J/FISH, J.E. (“How to fix Wall Street...”, op. cit., p. 284), parten por el contrario de entender por *sell side analysts* a aquellos que proporcionan directamente informes sobre valores a los inversores, incluyendo entre ellos a los analistas independientes.

(12) Sobre el papel jugado por los periodistas en los recientes escándalos, MORGENSON, G., “When bull market myths unravel”, *Nova Law Review*, n.º 28, 2004, pp. 223 y ss.

(13) Es frecuente que la remuneración del analista esté condicionada a la colocación de determinados valores por lo que la objetividad de sus recomendaciones se encuentra en entredicho. Tal fue el caso de Jack Grubman que era un analista especializado en el mercado de las telecomunicaciones. Durante los años 90 fue el analista mejor remunerado de todo Wall Street. Sin embargo en 2001, cinco grandes empresas de telecomunicaciones quebraron, empresas sobre las que Grubman había recomendado comprar acciones durante los dos años anteriores. Posteriormente se demostró que estas empresas eran clientes de Salomón Smith Barney, empresa para la que trabajaba Grubman y que éste había recibido parte de las comisiones recibidas por Salomón por colocar las acciones de estas empresas, FISH, J.E./SALE, H.A., “The securities analysts...”, op. cit., p. 1053.

- S La propiedad de valores por parte de los analistas (o de sus parientes cercanos <sup>(14)</sup>).
- S La relación de la empresa o el analista con el emisor <sup>(15)</sup>.

Junto a las señaladas es posible incluir otra fuente de conflictos: la posibilidad de que lo dispuesto en el informe del analista incida en su mayor capacidad para acceder a información de la empresa <sup>(16)</sup>. Hay que tener en cuenta que una de las fuentes principales de información de estos profesionales son los propios directivos de las empresas, que deciden divulgar ciertos hechos relevantes sólo a determinados sujetos en reuniones o conferencias convocadas al efecto (*selective disclosure*), antes de hacerlo de forma global a todo el mercado. En base a ello se elaboran los informes y recomendaciones. Un juicio independiente de un analista puede tener como consecuencia que estos mismos directivos se nieguen a hablar con él, prohíban a sus empleados hacerlo y en general le dificulten el acceso a sus principales fuentes de información <sup>(17)</sup>. Desde otra perspectiva, la práctica de *selective disclosure*, puede a su vez facilitar la manipulación del mercado de valores por los analistas <sup>(18)</sup>.

Tal como puede comprobarse muchos de los conflictos detectados por el grupo de trabajo son semejantes a los presentes en otros sujetos tradicionalmente considerados igualmente como *gatekeepers* tales como los auditores de cuentas, y sin embargo la respuesta pública no ha sido exactamente la misma en

---

(14) Una investigación de la SEC reveló que un tercio de los analistas poseía acciones de las empresas que cubrían, FISH, J.E./SALE, H.A., "The securities analysts...", op. cit., pp. 1035 y ss., en concreto, pp. 1044 y ss.

(15) Si el emisor es uno de los principales clientes del banco o de cualquier otro intermediario del mercado para el que trabaja el analista, es poco probable que éste informe negativamente sobre el mismo. La incidencia de este factor en la falta de objetividad de los informes se acentuó en EEUU tras la liberalización de las comisiones en los años setenta, dado que éstas dejaron de constituir la principal fuente de ingresos de las empresas que pasó a ser la capacidad del analista para atraer nuevos clientes, en especial, a los bancos de inversión, FISH, J.E./SALE, H.A., "The securities analysts...", op. cit., pp. 1046 y ss.; BARNEY, J.J., "Missing the mark: NASD Rule 2711 and NYSE Rule 472 mistakenly emphasize disclosure rather than amending the pending requirements of PSLRA", *New York School Law Review*, n.º 48, primavera 2003-2004, pp. 545-548.

(16) FISH, J.E./SALE, H.A., "The securities analysts...", op. cit., pp. 1054 y ss.

(17) Tal fue el caso de Anne Anderson, analista independiente, que emitió un informe de vender sobre Oxford, Inc y la respuesta de la empresa fue retirarle la invitación para su conferencia y rehusar contestar a sus llamadas, FISH, J.E./SALE, H.A., "The securities analysts...", op. cit., pp. 1035 y ss., en concreto, p. 1055.

(18) SULLIVAN, K.S., "Serving two masters: securities analysts liability and regulation in the face of persuasive conflicts of interests", *UMKCLR Law Review*, n.º 70, 2001, pp. 415 y ss.

ambos supuestos. Es cierto que determinadas prescripciones públicas en nuestro ordenamiento están dirigidas a ambos colectivos [artículos 81.4, 83 ter, y 99.o) de la LMV], pero la supervisión última de los auditores corresponde a una Administración pública, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), mientras que en el supuesto de los analistas es una entidad de carácter privado. Por otra parte, los méritos y demás requisitos para ejercer dicha profesión tampoco están sujetos al mismo nivel de intervención por parte de los poderes públicos.

## II. LA RESPUESTA DE LOS REGULADORES EUROPEOS Y NORTEAMERICANOS

### 1. Diferentes tradiciones, soluciones semejantes

En la clasificación de los analistas y de los diversos conflictos de intereses a los que se ven sometidos no se han establecido diferencias en atención al contexto jurídico y económico en el que desarrollan sus actividades puesto que los conflictos son sustancialmente los mismos en todos los países occidentales. Sin embargo, el estudio de las nuevas regulaciones adoptadas en EEUU y en la Unión Europea requiere de una referencia en este sentido, no sólo para comprender el marco en el que van a ser aplicadas sino igualmente para poder evaluar su futura eficacia.

Desde la perspectiva del control de las sociedades cotizadas, es decir, de la capacidad del pequeño accionista/inversor para incidir en las decisiones de la empresa, la situación en EEUU y en los principales países europeos, entre ellos España, difiere sustancialmente. Tal como han señalado algunos autores<sup>(19)</sup>, frente al sistema anglosajón representado por una elevada dispersión de la propiedad accionarial, el sistema continental se caracteriza por una elevada concentración de acciones en un reducido número de accionistas. Estas divergencias en las estructuras empresariales explican por qué en EEUU el papel desempeñado por los analistas como agentes del mercado es si cabe más relevante que en los sistemas continentales. Si recordamos que el analista es un intermediario entre la empresa y el inversor, un conductor de la información, cuanto mayor sea la presencia real de los pequeños inversores en el seno de las empresas, mayor incidencia tendrá la actuación del analista en el mercado. No es por tanto casualidad que los escándalos más importantes se hayan producido en el contexto norteamericano, aunque es bien cierto que dada la dimensión internacio-

---

(19) GARRIDO, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002, pp. 70-75 y COFFEE, J.C., "Gatekeeper failure and reform...", op. cit., pp. 331 y ss.

nal de la mayoría de las empresas dedicadas a este sector, el efecto ha sido en realidad global.

Desde la perspectiva jurídica, el punto de partida es igualmente diferente. En los EEUU el comportamiento de los analistas y su incidencia en el conjunto del mercado de valores ya había obtenido una respuesta pública que, como es habitual, era combinada con un cierto grado de autorregulación<sup>(20)</sup>. Por el contrario en Europa, y en concreto en España, la intervención pública sobre los analistas como sujetos independientes del mercado, es decir, no como empleados de empresas de servicios de inversión<sup>(21)</sup>, ha sido mínima.

A pesar de estas diferencias, la solución adoptada desde instancias comunitarias es sustancialmente idéntica a la norteamericana, intensificar la transparencia, obligando a los analistas a revelar sus conflictos de intereses en el propio informe o recomendación que elaboren para que el inversor pueda cuestionar su imparcialidad. La razón de esta simetría aparece apuntada por el propio grupo de expertos convocados por la Comisión Europea, que en su mencionado informe, apostaba claramente por mantener un equilibrio entre autorregulación y regulación pública, al considerar que establecer una regulación rigurosa en el ámbito europeo contrariamente a lo que se estaba realizando en el ámbito norteamericano, sólo podía perjudicar a los mercados europeos<sup>(22)</sup>.

## **2. La reacción norteamericana**

### **A) La situación previa en el mercado de valores norteamericano**

La comprensión de las medidas actualmente adoptadas por la agencia norteamericana y por las organizaciones autorreguladas, exige un examen de las normas anteriores relativas a los analistas, y en especial, la jurisprudencia volcada sobre las mismas, causante de su inaplicación.

---

(20) Una parte importante de dicha regulación sin embargo había logrado ser obviada por la jurisprudencia por lo que en realidad la situación no era especialmente rigurosa con estos profesionales, vid. *infra*.

(21) Hay que recordar que en virtud del artículo 63.2.f) de la LMV, la prestación del servicio de asesoramiento es un servicio complementario de las empresas de servicios de inversión.

(22) “Financial Analysts: Best practices in a integrated European financial market...”, op. cit., p. 15. Este argumento explica igualmente la similitud entre los diversos ordenamientos occidentales, vid. BELANDO GARÍN, B., *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Aranzadi-Thomson, 2004, pp. 26 y ss.

a) *La obligación de registro de los buy-side analysts*

Las referencias reiteradas en la prensa especializada y en determinados círculos jurídicos a las nuevas medidas contra los analistas de valores tras el famoso fraude de Enron, puede hacernos concebir una imagen falsa sobre la situación jurídica previa de estos profesionales. Los escándalos descubiertos están relacionados con una categoría concreta de analistas, los que hemos denominado *sell-side analyst*, y que son aquellos que prestan servicios para una sociedad o agencia de valores, bancos de inversión, etc. Es en ellos y en los analistas independientes, numéricamente mucho menos significativos, en los se centran ahora los reguladores públicos. Obviamente las nuevas normas van a tener una incidencia significativa en los *buy-side analysts*, pero menor que en el resto. La razón estriba en que estos últimos eran objeto de una regulación previa que partía precisamente de la importancia de esta actividad en el conjunto del mercado de valores, la *Investment Adviser Act*<sup>(23)</sup> de 1940.

La Ley citada<sup>(24)</sup> somete a registro público en la SEC o en los reguladores nacionales a aquellos que se dedican profesionalmente a dar consejos personales de inversión. Para comprender el alcance de esta previsión es preciso delimitar el propio concepto de *investment adviser* que se encuentra recogido en el artículo 202(a)(11):

“aquella persona que, por contraprestación, está en el negocio de aconsejar a otros, bien directamente, o a través de publicaciones o escritos, sobre el valor de las acciones o de si es aconsejable invertir comprando o vendiendo valores”.

De este concepto amplio de “asesor” la propia ley excluye a las agencias o sociedades de valores<sup>(25)</sup>, a las personas que trabajan para bancos, los editores de periódicos, los abogados, los profesores, etc., siempre que estos últimos realicen funciones de asesoramiento como algo accidental a su profesión.

---

(23) GROSS, J.I., “Securities analysts’ undisclosed conflicts of Interest: unfair dealing or securities fraud”, *Columbia Business Law Review*, 2002, pp. 631 y ss.

(24) Sobre la misma, LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 3.ª ed., Little, Brown and Company, Boston, 1988, pp. 733 y ss.; SKOUSEN, K.F., *An introduction to the SEC*, South-western publishing Co., Cincinnati, OH, 1991, pp. 34-35.

(25) Éstos ya se encontrarían registrados en la SEC y en las organizaciones autorreguladas correspondientes.

Es decir, el asesoramiento personal y directo <sup>(26)</sup> sobre el mercado de valores estaba ya sujeto, entre otras medidas de intervención, al registro administrativo <sup>(27)</sup>.

De esta obligación de registro se derivan importantes consecuencias desde el punto de vista del control público. Para empezar, todos los asesores están obligados a mantener un registro interno de los artículos y demás noticias de inversión distribuidas a 10 personas o más, así como un registro sobre las transacciones sobre valores en las que el asesor haya obtenido un beneficio directo o indirecto (*Section 204* de la *Investment Adviser Act* y *Rule 204-2*). Estos instrumentos facilitan la labor de supervisión de la SEC ya que a ésta le basta con comparar las recomendaciones con las transacciones realizadas para poder verificar que se han realizado actuaciones manipuladoras.

La inclusión en el registro de la SEC sujeta al analista además, a las prohibiciones de fraude establecidas en la *Section 206*, que a pesar de ser semejantes a las contenidas con carácter general en la *Rule 10(b)-5* de la *Securities Exchange Act*, se aplica siempre que el asesor cometa fraude actuando en su capacidad de recomendar, sin necesidad de que esa actividad esté relacionada con la compra o venta de valores como exige la anterior <sup>(28)</sup>.

A pesar de todas estas previsiones legales lo cierto es que ha existido escaso control sobre la actividad de estos profesionales. En primer lugar, porque la ley excluye a los analistas que trabajan para agencias y sociedades de valores o bancos de inversión, dado que en estos casos la función de asesoramiento es algo accidental a su labor principal. En segundo lugar, porque la exigencia de que el asesoramiento sea personal y directo ha excluido a un grupo importante de profesionales, como los periodistas.

#### *b) Las previsiones de la Securities Exchange Act de 1934*

La atención sobre los analistas no concluye con la *Investment Adviser Act*. La *Securities Exchange Act* de 1934 [*Section 10-b*] y el reglamento *Rule 10b-5* permiten y permiten en principio la persecución de los analistas por manipular

---

<sup>(26)</sup> La exigencia de que el asesoramiento sea personal y directo es lo que excluye del ámbito subjetivo de esta ley a las recomendaciones divulgadas públicamente en periódicos o revistas financieras.

<sup>(27)</sup> Tal como tendremos oportunidad de comentar, ésta es precisamente una de las novedades aportadas por la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, que deroga la Directiva 93/22/CE.

<sup>(28)</sup> LEVANT, D.B., "Financial columnists as investment advisers: after Lowe and Carpenter", *California Law Review*, n.º 74, 1986, pp. 2080-2081.

el mercado o ayudar a cometer fraude de valores <sup>(29)</sup>. Sin embargo esta previsión ha sido escasamente aplicada en la práctica a causa de varias líneas jurisprudenciales.

La más importante es la nacida tras las sentencias *Chiarella v. U.S.* <sup>(30)</sup> y *Dirks v. SEC* <sup>(31)</sup>, en las que el Tribunal Supremo norteamericano se negó a aceptar a la aplicación de los citados preceptos a los analistas en un intento de proteger a este colectivo <sup>(32)</sup>. En *Chiarella v. U.S.* el Tribunal Supremo entendió que la obligación de revelar y de no utilizar la información relevante sólo era de aplicación cuando existía un deber de fiducia nacida de la relación entre las partes, como la existente entre el directivo de la empresa y los accionistas de la misma, no cuando se es un mero analista. En *Dirks v. SEC* el Tribunal volvió a concluir que comunicar una información recibida de los empleados de una empresa y divulgarla a sus clientes no infringía la normativa federal de valores si no se había obtenido un beneficio personal de dicha revelación.

Otra dificultad en aplicar la *Section 10 (b)* y la *Rule 10b-5*, es demostrar la intencionalidad manipuladora del analista a la hora de emitir el informe y la recomendación. Si el analista manipula los precios en un intento de hacer negocio, esta conducta se castiga como fraude de valores siempre que se demuestre la intencionalidad defraudatoria. Pero desde el momento en que las recomendaciones e informes de los analistas difieren en atención a las interpretaciones que éstos hacen de la información de la empresa, esta prueba es difícil de obtener.

Finalmente, la última jurisprudencia que ha impedido la responsabilidad de los analistas por actuaciones defraudatorias es la nacida a través de la sentencia del Tribunal Supremo *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate of Denver, N.A.* en 1994 <sup>(33)</sup>. Esta sentencia versa sobre la posibilidad de entender

---

(29) Esta regulación previa, a la que hay que añadir la *Rule 10b-5* ha llevado a algún autor a afirmar que la nueva regulación era redundante en algunos aspectos, BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 567-569.

(30) 445 U.S. 222 (1980).

(31) 463 U.S. 646 (1983).

(32) Explicando la razón de esta exclusión se encuentra, GOOD, C.R., "An examination of investment analyst liability under rule 10b-5", Arizona State University College of Law, 1984, pp. 129 y ss.; FISH, "The securities analysts...", op. cit.; BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 547-558.

(33) 511 U.S. 164, 191 (1994). Jurisprudencia comentada por COFFEE, J.C., "Understanding Enron...", op. cit., pp. 1409-1412; BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 552 y ss. Por contra, COFFEE comenta la reciente sentencia recaída en el caso ENRON, *Enron Corp. Securities, Derivate & ERISA Litigation*, 09235 F.Supp. 2d. 549 (S.D. Tex. 2002), donde se detecta una línea más exigente sobre la responsabilidad de los auditores.

responsables a terceras personas tales como auditores o analistas en los fraudes de valores bajo el concepto *aiding and abetting*, es decir, por prestar ayuda para realizar el fraude al emitir informes falsos. La sentencia citada excluía de esta responsabilidad a los analistas al entender que la *Rule 10b-5* exigía que los acusados fueran los principales causantes del fraude y dado que los analistas eran meros conductores de las actuaciones fraudulentas de los emisores, que eran los responsables principales, los eximía de responsabilidad<sup>(34)</sup>.

c) *La incidencia de la Regulation Fair disclosure (FD) en los conflictos de intereses de los analistas*

Ante las deficiencias detectadas y antes de enfrentarse frontalmente con los conflictos de intereses de los analistas<sup>(35)</sup>, el regulador federal aprobó el 24 de agosto de 2000, un reglamento (la *Regulation Fair Disclosure*<sup>(36)</sup>) pensado principalmente en reforzar la transparencia en la que se fundamenta el sistema de protección del inversor en los EEUU, pero que tenía como efecto indirecto acabar con una práctica peligrosa desde el punto de vista de la imparcialidad de los informes y recomendaciones de los analistas: las revelaciones selectivas (*selective disclosure*<sup>(37)</sup>).

En concreto, la norma citada obliga a los emisores a divulgar simultáneamente la información relevante a los analistas y al público en general si la divulgación es intencionada, o facilitarla rápidamente al mercado en el supuesto de divulgaciones no intencionadas. Aunque la finalidad es mejorar la cantidad de información de que dispone el inversor a la hora de adoptar sus decisio-

---

(34) Esta ausencia de responsabilidad es para COFFEE (“Gatekeeper failure...”, op. cit., pp. 318-319), la razón principal del aumento de los fraudes durante la última década.

(35) En esta fase previa hay que destacar los acuerdos llegados con algunas empresas para que adoptaran medidas para evitar los conflictos de intereses. Tal es el caso del acuerdo celebrado entre Merrill Lynch y el Fiscal General de Nueva York por el que la empresa aceptó la adopción de determinadas medidas internas, tales como la creación de Comité dedicado a la supervisión de los departamentos de investigación y análisis. La importancia del acuerdo se debe además al número de entidades sujetas al mismo dado que no sólo alcanzaba a Merrill Lynch sino también a otras, FISH/SALE, “The securities analysts...”, op. cit., pp. 1072 y ss.

(36) 17 CFR Parts 240, 243, and 249.

(37) En este sentido FISH, “The securities analysts...”, op. cit.; SULLIVAN, K.S., “Serving two masters...”, op. cit., pp. 420 y ss., y en sentido contrario RIBSTEIN, L.E., “Market vs. Regulatory responses to corporate fraud: a critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”, *Journal of Corporation Law*, n.º 28, otoño de 2002, pp. 1 y ss.; SESSA, A.J., “The negative Consequences of Regulation FD on the Capitals markets”, *New York Law School Law Review*, n.º 45, 2002, pp. 733 y ss.

nes de inversión, de manera indirecta se trataba de acabar con la práctica del *selective disclosure*<sup>(38)</sup> mencionada.

Este efecto indirecto no pasó por alto para la doctrina norteamericana que se encuentra dividida entre los que consideran un error acabar con una importante fuente de información del analista<sup>(39)</sup>, como aquellos que la consideran un paso importante para lograr informes imparciales<sup>(40)</sup>.

B) Las primeras soluciones: la regulación de las organizaciones autorreguladas

La existencia de las normas citadas no había logrado evitar las actuaciones defraudatorias por parte de los analistas de forma que la agencia federal decidió en un primer momento reformar las normas de las organizaciones autorreguladas y aprobó el 10 de mayo de 2002 la *Rule 2711* de la *National Association of Securities Dealers* (NASD) y la *Rule 472* de la *New York Stock Exchange* (NYSE)<sup>(41)</sup>.

El pilar en el que se apoyan estas normas es el mismo que el de las normas federales que le sucederán y el de las recientemente aprobadas directivas comunitarias: la transparencia. La atención se centra en revelar los conflictos de intereses en los que se encuentren inmersos estos profesionales para lograr de forma indirecta que los informes sean más objetivos<sup>(42)</sup>.

C) La respuesta definitiva: La *analyst certification* de la *Securities and Exchange Commission* (SEC)

La última respuesta pública a los conflictos de intereses de los analistas lo constituye el reglamento *Regulation analyst certification* (AC), aprobado por la SEC el 14 de abril de 2003, como consecuencia del mandato de la *Sarbanes-*

---

(38) En la actualidad el artículo 6.3 de la Directiva 2003/6/CE restringe igualmente esta práctica.

(39) RIBSTEIN, L.E., "Market vs. Regulatory...", op. cit., pp. 49-54.

(40) FISH, J.E./SALE, H.A., "The securities analysts as agent...", op. cit., pp. 1062-1070.

(41) Sobre las mismas, BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 537 y ss.

(42) Estas normas fueron criticadas tanto por aquellos que entendían que es el mercado el que debe despreciar y no debe haber, por tanto, una intervención pública como por aquellos que entendían que la solución se encontraba en separar radicalmente la actividad de los analistas y la de los bancos de inversión. Todas estas posturas se encuentran comentadas en BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 572-577.

*Oxley Act* de 2002. Esta *Regulation analyst certification*, obliga principalmente a:

1. Que los intermediarios que divulguen informes de analistas incluyan un certificado de éste afirmando que el informe refleja su opinión y que ésta no está condicionada por su compensación. Si lo está debe de indicar la fuente que incide en la compensación y en qué cantidad.
2. Si el intermediario publica o hace circular un informe preparado por un analista **empleado suyo**, debe hacer constar sus apariciones públicas en el plazo de 30 días incluyendo:
  - a) Declaración del analista afirmando que las opiniones reflejaban su opinión personal en ese momento.
  - b) Declaración del analista de que su compensación no está condicionada.

Si el *broker* no obtiene este certificado debe notificarlo y en el plazo de 120 días debe revelar en cualquiera de los informes elaborados por el analista que no se ha aportado dicho certificado.

Tal como se comprueba, todas las medidas adoptadas en EEUU tanto por la agencia federal como por las organizaciones autorreguladas han ido dirigidas a obligar a revelar los citados conflictos de intereses y no a perseguir el fraude, lo que queda confirmado al examinar la *Analyst Certification*, la NASD 2711 y la NYSE 472, que entre otras cosas no permiten acciones privadas de los inversores contra los analistas nacidas del incumplimiento de estas obligaciones<sup>(43)</sup>.

La premisa de la transparencia, que es la base de todas estas normas, parte de entender que tras conocer los conflictos de intereses en los que están inmersos los analistas que elaboran los informes o las recomendaciones, los inversores reaccionarán negativamente, lo que reducirá su capacidad para engañarlos y limitará el interés del emisor en corromperlos.

---

(43) BARNEY, J.J., "Missing the mark...", op. cit., pp. 537 y ss. Para entender este argumento hay que recordar que en los EEUU las acciones privadas de los inversores por fraudes de valores a través de las *class actions* se consideran otra vía de protección del inversor.

Esta posición ha sido criticada por algún autor<sup>(44)</sup> que considera que la mejor opción no es reforzar los deberes de transparencia e información sino modificar la *Rule 10b-5* de forma que los analistas puedan ser incluidos en la cláusula *aiding and abetting*, y ser así condenados por fraude de valores<sup>(45)</sup>, en definitiva, en reforzar la represión. Partiendo de otro enfoque, otro sector de la doctrina<sup>(46)</sup> ha apostado en lugar de la transparencia, por reforzar la labor de formación del inversor para lograr que éste busque otras fuentes de información a la hora de decidir invertir y no atender exclusivamente a la recomendación del analista.

En realidad, la solución más adecuada no sería hacer descansar toda la respuesta pública en la transparencia sino hacerla conjugar con medidas de formación del inversor y de reforzamiento de la responsabilidad del analista. Esta conclusión es extrapolable al ordenamiento europeo dada la semejanza de las recientes Directivas comunitarias con las normas hasta ahora analizadas.

### **3. La reacción europea. Las Directivas sobre manipulación del mercado de valores y la reforma de la Directiva de Servicios de Inversión**

En el ámbito europeo, la reacción frente a actuaciones no éticas de los analistas ha sido más tardía que la norteamericana aunque tal como hemos adelantado sigue en términos generales las líneas maestras establecidas por los reguladores de aquel país. En concreto, las recientes Directivas se han centrado en la sujeción de determinados profesionales a una autorización para operar (las nuevas empresas de servicios de inversión dedicadas exclusivamente al asesoro-

---

(44) COFFEE (“Gatekeeper failure...”, op. cit., pp. 346 y ss.) y FISH, J.E./SALE, H.A. (“The securities analysts...”, op. cit., pp. 1080 y ss.) también apuestan por el refuerzo de la responsabilidad, pero sin entender que las medidas de transparencia sean innecesarias.

(45) BARNEY, J.J., “Missing the mark...”, op. cit., pp. 568-573; en contra de reforzar la responsabilidad se encontraría, por ejemplo, HAMDAMI, A., “Gatekeeper Liability”, *Southern California Law Review*, n.º 77, 2003, pp. 53 y ss.

(46) RIBSTEIN, L.E., “Market v. regulatory responses...”, op. cit., pp. 53-54. En un sentido parecido se pronuncian CHOI, S.J./FISH, J.E., (“How to fix Wall Street...”, op. cit., pp. 310-311) al considerar que estas medidas son escasamente efectivas. Por un lado, porque no todos los analistas que son compensados por los bancos de inversión son corruptos, y por otro lado, porque los inversores inexpertos ignoraran la información. Además las reformas relativas a impedir la vinculación entre los honorarios de los analistas y los bancos de inversión son fácilmente eludibles desde el momento de que a pesar de no existir un vínculo directo, el banco puede decidir reducir su participación en la empresa del analista, lo que indirectamente afectará a la compensación de éste.

ramiento personalizado de inversiones de la Directiva 2004/39/CE<sup>(47)</sup> y en la implantación de obligaciones de conducta para aquellos analistas que realizan informes y recomendaciones de difusión pública (Directiva 2003/6/CE y Directiva 2003/125/CE que la desarrolla).

Al igual que lo establecido en EEUU, el control sobre este heterogéneo grupo de profesionales se ha producido en momentos diferentes. En el primero de ellos se dictaron las Directivas dirigidas a los analistas que trabajan de forma independiente o para bancos o agencias y sociedades de valores (Directiva 2003/6/CE y Directiva 2003/125/CE que la desarrolla), para finalmente recoger como nueva modalidad de empresas de inversión a aquellas que prestan exclusivamente asesoramiento personal. La variedad de normas dirigidas a un mismo colectivo podría crear inicialmente una cierta confusión que se disipa sin embargo al analizar el ámbito subjetivo de cada una de ellas. Así la Directiva 2003/215/CE distingue entre “consejos de inversión”, de carácter personal, y “recomendaciones”, de carácter público (de forma equivalente a la distinción de la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, entre “asesoramiento en materia de inversión” y “análisis financiero”), siendo aplicables las garantías de transparencia contenidas en la misma sólo a los que realizan “recomendaciones” (o prestan “análisis financieros” en términos de la Directiva de 2004). Por tanto, sólo se requiere autorización administrativa para operar como empresa de inversión si se presta una recomendación de carácter personal, en el resto de los supuestos simplemente se estará sujeto a las obligaciones de conducta de las Directivas dictadas en 2003.

A) Las obligaciones de conducta de los analistas que elaboran recomendaciones de alcance general y público

Las recientes Directivas 2003/6/CE y 2003/125/CE se enfrentan a la difícil tarea de conseguir que los informes y las recomendaciones de inversión realizados por los analistas tanto los independientes como aquellos que trabajan para bancos o sociedades de valores, sean imparciales, es decir, no estén influidos por los intereses personales de los que los elaboran o de las empresas de las cuales dependen. Este objetivo se pretende obtener imponiendo deberes de transparencia prácticamente iguales a los establecidos en el ámbito norteamericano apuntados inicialmente en la Directiva 2003/6/CE y posteriormente desarrollados en los artículos 4 y 6 de la Directiva 2003/125/CE.

El primero de los preceptos obliga a la divulgación de las fuentes y sistemas utilizados por el profesional para elaborar dicha recomendación de tal

---

(47) Equivalentes a los *Investment advisers* norteamericanos sujetos como vimos a la *Investment Adviser Act* de 1940.

forma que sea posible conocer la seriedad de la misma, así como el día y la hora en que se ha elaborado por si ésta pudiera verse alterada por circunstancias posteriores. Es interesante destacar que si la información que se exige divulgar es considerada excesiva por los Estados ésta puede ser sustituida por una llamada desde la propia recomendación al lugar donde el público puede tener acceso fácil a tales datos, como por ejemplo, un enlace directo de Internet (artículo 4.2).

El artículo 6 por el contrario insiste no tanto en la calidad y seriedad de los informes divulgados como en la imparcialidad de los mismos, para lo que exige la revelación por parte del profesional de sus intereses o conflictos de intereses, confiando en que el mercado desprecie aquellas recomendaciones “dudosas”.

## B) Las nuevas empresas de servicios de inversión

La atención sobre los analistas ha concluido por último con la creación de una nueva categoría de empresa de servicios de inversión exclusivamente dedicada al asesoramiento. La aparición de esta modalidad de intermediario financiero supone reconocer de un lado, la importancia que el asesoramiento de inversiones posee como actividad económica en este mercado <sup>(48)</sup> (hasta el momento era considerada siempre como una actividad complementaria de la principal constituida por la negociación de valores) y de otro lado, intensificar la intervención pública imponiendo entre otros requisitos, un capital mínimo (artículo 12), una determinada organización interna (artículo 13) y una autorización administrativa para operar (artículo 5). No hay que olvidar en cualquier caso que la realización de informes o análisis financieros de carácter general puede constituir un servicio auxiliar en el seno de cualquier empresa de inversión, a semejanza de lo que ocurría anteriormente y por tanto no quedarán sujetos a una nueva autorización administrativa.

En cuanto a la concesión de la autorización para operar como empresa dedicada exclusivamente al asesoramiento, hay que destacar que corresponde a la autoridad competente de cada país sin que pueda ser delegada esta facultad en ninguna otra entidad pública, más allá de la posibilidad de poder realizar delegaciones sobre aspectos administrativos que en ningún caso impliquen ejercicio de autoridad. Esta referencia a la prohibición de delegación es una de las principales novedades del texto definitivo de la Directiva sobre la propuesta

---

<sup>(48)</sup> En palabras de la propia Comisión: “se propone reconocer el asesoramiento en materia de inversión como una actividad financiera autónoma y cada vez más importante por derecho propio”, COM (2002) 625, final, p. 32.

presentada por la Comisión, el 19 de noviembre de 2002 <sup>(49)</sup>. En la citada propuesta aparecía recogido en el artículo 4.5 la posibilidad de dicha delegación en autoridades, no necesariamente públicas, que cumplieran con los requisitos establecidos en el artículo 45.2, básicamente, que contaran con recursos suficientes para el desarrollo de dicha actividad y que disfrutaran de mecanismos que evitasen los posibles conflictos de intereses. Esta posibilidad ha desaparecido del texto definitivo, que no sólo prohíbe la posibilidad de delegar la concesión de la autorización en otras entidades sino que exige además que las cuestiones administrativas y demás materias de naturaleza delegable sólo puedan ser transferidas a entidades de carácter público (artículos 5.5, 16.3 y 48.2).

### III. LA SITUACIÓN EN ESPAÑA: INTERVENCIÓN PÚBLICA Y AUTORREGULACIÓN

#### **1. Las previsiones públicas actuales relativas a los analistas**

Las Directivas comunitarias comentadas todavía no han sido traspuestas en su totalidad al ordenamiento jurídico español, pero la Ley 24/1988, del mercado de valores contiene en la actualidad breves referencias a la actuación de estos profesionales. La premisa es extender a este colectivo las prohibiciones ya conocidas sobre la realización de actuaciones defraudatorias tales como el uso de información privilegiada o la manipulación de los precios [artículos 81.4, 83 ter, 99.o) LMV]. En ningún caso existe la voluntad de intensificar la injerencia pública en el desarrollo de esta profesión. Esto se demuestra al comprobar que sólo existe una previsión centrada exclusivamente en la conducta “ética” del analista que es el artículo 83.2 de la LMV introducido por la Ley 44/2002. El precepto afirma:

“Además, todas las entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados deberán comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las comerciales, y de la participación estable que la entidad o grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto de análisis, así como que el documento no constituye una oferta de venta o suscripción de valores.”

Esta previsión, que sólo va dirigida a las personas jurídicas, no a las físicas, se ha quedado hasta el momento en una referencia legal, porque a pesar de

---

(49) COM (2002) 625, final.

que el artículo 83.3 de la LMV habilita al Gobierno a desarrollarlo, pudiendo exigir, por ejemplo, un reglamento interno de conducta <sup>(50)</sup> específico para el asesoramiento de inversiones, éste no ha visto todavía la luz.

## **2. Propuestas de intervención pública integral en la profesión de analista**

La completa implantación de las soluciones propuestas en las Directivas analizadas no va a acabar con el problema que subyace en el fondo del asunto: la necesidad de una regulación y supervisión integral de la profesión. Es claro que las Directivas descartaron esta posibilidad apostando por imponer determinadas normas de conducta y dejar que fuera la propia industria la que completara el régimen regulador, estableciendo así un equilibrio entre intervención pública y autorregulación. Sin embargo, la importancia de la actuación de estos profesionales en el conjunto de este mercado va a ir creciendo a medida que aumente la participación de los pequeños inversores en el mercado de valores, para los cuales las recomendaciones de los analistas son decisivas a la hora de adoptar las decisiones de inversión. Es el momento por tanto de plantear una solución global al problema, más allá de insistir en fórmulas conocidas como la transparencia.

De esta falta absoluta de control público integral es muestra nuestro propio ordenamiento. En España no se requiere estar adscrito a un colegio profesional para ser analista financiero, siendo el Instituto Español de Analistas Financieros el órgano donde suelen encontrarse reunidos, además de ser el encargado de la disciplina de sus miembros. Este Instituto de carácter privado, posee un código ético que tienen que cumplir sus miembros, pero dado que la adscripción es voluntaria es fácil eludir su cumplimiento <sup>(51)</sup>. Es decir, en España, si el analista no trabaja para una ESI que requiere de autorización administrativa, no está sujeto a control público alguno, más allá de las prohibiciones que en virtud de la nueva redacción de la LMV se contienen para todo aquel que manipule el mercado de valores y haga uso de información privilegiada. La única supervisión existente es la de una organización privada.

---

<sup>(50)</sup> Elemento que es obligado elaborar y conocer para todas las agencias o sociedades de valores.

<sup>(51)</sup> Ésta parece ser en principio la solución adoptada por otros ordenamientos jurídicos comunitarios como Francia, Italia o Alemania.

A esta deficiencia hay que añadir que el ejercicio de la profesión de analista no requiere de una titulación específica, lo que en última instancia puede perjudicar la calidad de la información que éste transmite <sup>(52)</sup>.

Las alternativas a esta situación serían la creación de un organismo autónomo dedicado exclusivamente a establecer y verificar los requisitos de capacitación de los analistas de valores, establecer sus normas de conducta y en su caso sancionar a los incumplidores, o bien la imposición de la colegiación obligatoria en el Instituto Español de Analistas Financieros. La ventaja fundamental de optar por la alternativa de la colegiación es que no sería necesario crear *ex novo* un organismo público sino que podría utilizarse la infraestructura del actual Instituto Español de Analistas Financieros, otorgándole funciones públicas concretas tales como el establecimiento y control de los requisitos de capacitación personal para todo aquel que desarrolle esta actividad, ejercicio de potestad sancionadora, etc. El conocimiento de este órgano ya existente facilitaría la rápida implantación de la regulación pública además de redundar en una reducción del gasto público. La creación de un colegio profesional de adscripción obligatoria, requeriría obviamente una previsión legal en tal sentido, pero en principio es una opción posible atendiendo a la jurisprudencia constitucional que ha afirmado en numerosas ocasiones que:

“la Constitución exige ex artículo 36 que ‘sea el legislador quien deba determinar qué profesiones quedan fuera del principio general de libertad, valorando cuáles de esas profesiones requieren, por atender a los fines mencionados, la incorporación a un colegio profesional, así como, en su caso, la importancia que al respecto haya de otorgar a la exigencia de una previa titulación para el ejercicio profesional’. De modo que es el legislador el que debe decidir cuándo el ejercicio de una profesión exige una colegiación obligatoria, ya que ‘la exigencia de adscripción forzosa a un colegio profesional supone, de un lado, una limitación al principio general de libertad y, más en concreto, del libre ejercicio de la profesión y, de otro, una excepción a la regla general de libertad negativa de asociación que forma parte del contenido constitucionalmente garantizado por el artículo 22 CE’ (FJ 5)” (STC 194/1998, de 1 de octubre).

La libertad del legislador no sería en cualquier caso absoluta puesto que:

En todo caso, “la calificación de una profesión como colegiada, con la consecuente incorporación obligatoria, requiere, desde el punto de vista constitucional, la existencia de intereses generales que puedan verse afectados o,

---

<sup>(52)</sup> Sobre este punto ha incidido el grupo de expertos, *Financial Analysts...*, op. cit., p. 49.

dicho de otro modo, la necesaria consecución de fines públicos constitucionalmente relevantes. La legitimidad de esa decisión dependerá de que el colegio desempeñe, efectivamente, funciones de tutela del interés de quienes son destinatarios de los servicios prestados por los profesionales que lo integran, así como de la relación que exista entre la concreta actividad profesional con determinados derechos, valores y bienes constitucionalmente garantizados; extremos que podrán ser considerados por este Tribunal” (STC 194/1998, FJ 4; SSTC 76/2003, de 26 de abril; 21/2004, de 23 de febrero; 92/2004, de 19 de mayo).

En el caso de los analistas existen indudables intereses públicos que legitiman esta limitación al principio de libertad, en concreto, la incidencia de su actividad en la consecución de un mercado eficiente y en la protección de los inversores. Sin embargo, las indudables ventajas de esta propuesta decaen si atendemos a los problemas jurídicos que traería consigo y que no pueden ser desconocidos. En primer lugar, no hay que olvidar que en atención del artículo 4 de la Ley 2/1974, de 13 de febrero, la iniciativa para la creación de un colegio profesional debe nacer de los propios interesados, no del legislador. En segundo lugar, los colegios se constituyen por titulados, universitarios o no, y la profesión de asesor o analista de valores no requiere en nuestro país de ninguna titulación específica, ni universitaria ni administrativa, por lo que si se pretendiera la creación de un colegio profesional el primer paso sería la creación de un título específico que habilitara para el ejercicio de dicha profesión. La exigencia de un título para el desarrollo de la profesión está enmarcado dentro del ámbito de la reserva de Ley, al constituir una limitación al libre ejercicio de la profesión por lo que de nuevo debiera existir un pronunciamiento del legislador en tal sentido<sup>(53)</sup>.

Por tanto, la alternativa jurídicamente más viable sería la de crear un organismo público encargado de supervisar el adecuado ejercicio de la profesión de

---

(53) BAÑO LEÓN, J.M., “El ejercicio de las profesiones tituladas y los colegios profesionales”, *Revista Galega de Administración Pública*, n.º 24, 2000, pp. 27-49, en concreto, pp. 34-35. En este punto hay que recordar que para aquellos que consideran los Colegios profesionales como una institución garantizada por el artículo 36 CE (CALVO SÁNCHEZ, L., *Régimen jurídico de los Colegios profesionales*, Civitas, Madrid, p. 669; FANLO LORAS, A., *El debate sobre los Colegios profesionales y cámaras oficiales: la Administración Corporativa en la jurisprudencia constitucional*, Civitas/Universidad de Zaragoza, Madrid, 1992) es requisito indispensable para el establecimiento de un colegio profesional que se trate de profesiones que requieran de titulación universitaria, es decir, “de unos conocimientos más o menos especializados”, por lo que si se optase por un título administrativo a las críticas ya comentadas se unirían las del citado sector doctrinal. FERNÁNDEZ FARRERES (*Colegios profesionales y derecho de la competencia*, Civitas/Unión Profesional de empresas, Madrid, 2002, p. 72) por el contrario considera que dada la indefinición del citado artículo son posibles realidades diversas bajo la denominación de “Colegios profesionales”.

analista. Esta solución los acercaría a otro de los que hemos considerado *gate-keepers*, los auditores de cuentas, que están sujetos al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). El ICAC es un organismo autónomo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda entre cuyas funciones se encuentra la normalización contable y el control y disciplina de los auditores de cuentas. Esta última obligación implica competencias en cuanto al acceso a la profesión, custodia del registro de auditores, realización de controles técnicos y el ejercicio de la potestad sancionadora<sup>(54)</sup>.

Hay que destacar que este control integral sobre el auditor<sup>(55)</sup> no ha sido considerado incompatible con la atención de la LMV a las prácticas defraudatorias de estos profesionales. Por tanto, el hecho de que las nuevas Directivas establezcan ahora determinadas obligaciones de conducta a los analistas no impide plantear una intervención integral sobre la actividad desarrollada por éstos en atención a los indudables intereses públicos que se encuentran presentes, control que podría llevarse a cabo a través de un organismo autónomo o de un colegio profesional. Ésta sería, por otro lado, la consecuencia lógica de considerarlos agentes del mercado, es decir, sujetos privados que desempeñan una función pública en este sector económico. Si ésta es la premisa inicial, la intervención de los poderes públicos no puede limitarse a establecer simples

---

(54) Orgánicamente el ICAC está compuesto de un Presidente, con rango de Director General, y un Comité Consultivo, compuesto por diez miembros designados por el Ministerio de Economía y Hacienda, de los cuales cuatro serán representantes del Ministerio de Economía, y el resto serán miembros de Corporaciones representativas de intereses de los auditores de cuentas y expertos contables. Sobre el ICAC puede consultarse, MARTÍNEZ GARCÍA, F.J., *La regulación de la auditoría en España. Antecedentes, pasado, presente y situación actual*, Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España, Madrid, 1992; FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, C., *El auditor de cuentas. Un estudio de Derecho administrativo*, Marcial Pons, Madrid, 1997; PACHECO CAÑETE, M., *Régimen legal de la auditoría de cuentas y responsabilidad de los auditores*, Consejo Económico y Social, Madrid, 2000, p. 179.

(55) Entre los diversos objetivos pretendidos por la nueva Directiva 2004/39/CE, se destaca también el refuerzo de la intervención pública sobre los auditores a los que se hace expresa mención a lo largo de todo el texto, y en especial en el artículo 55 que establece la obligación de “informar puntualmente a las autoridades competentes de cualquier hecho o decisión referente a esa empresa del que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones y que pueda: a) constituir una infracción grave de las disposiciones reglamentarias o administrativas que fijan las condiciones que rigen la autorización o que rigen específicamente el desarrollo de las actividades de las empresas de inversión; b) afectar a la continuidad de las actividades de la empresa de inversión; c) dar lugar a la denegación de la certificación de las cuentas o a la formulación de reservas (...). 2. La divulgación de buena fe a las autoridades competentes por personas autorizadas en el sentido de la Directiva 84/253/CEE, de los hechos o decisiones mencionados en el apartado 1 no constituirá una infracción de ninguna restricción contractual o legal a la divulgación de información ni hará incurrir a esas personas en responsabilidad de ninguna clase”.

pautas de comportamiento sino que debe incidir en los requisitos de capacidad y demás elementos que repercuten en la calidad de los informes que elaboran.

#### IV. REFLEXIONES FINALES

El relevante papel de los analistas financieros en la adopción de las decisiones de inversión de los pequeños inversores y por ende, en la correcta formación de los precios obliga a considerarlos verdaderos agentes del mercado, y como tales deben estar sujetos a una intervención pública que hasta el momento es mínima. La constatación (a través de sonados escándalos) de esta importante función pública sólo ha supuesto para estos profesionales exiguas cargas de transparencia que importadas desde el sistema norteamericano llegan hasta nosotros a través de las Directivas 2003/6/CE, 2003/125/CE y 2004/39/CE. En líneas generales las normas citadas se limitan a exigir la revelación de las fuentes y métodos de elaboración de los informes así como la divulgación de posibles conflictos de intereses.

Si los analistas son agentes del mercado, los poderes públicos no pueden limitarse a establecer obligaciones de conducta sino que deben tratar de garantizar, en la medida de lo posible, la calidad y objetividad de los informes que emiten para lo que deben intervenir más directamente en su formación y disciplina. Para cubrir esta deficiencia en el trabajo se han propuesto dos soluciones: la creación de un organismo autónomo adscrito al Ministerio de Economía o bien la creación de un Colegio profesional de adscripción obligatoria que sería heredero del actual Instituto Español de Analistas Financieros. A pesar de lo atractivo que desde la perspectiva del ahorro público supone esta última opción creemos que el modelo jurídicamente más viable para solventar esta necesidad es la creación de un organismo autónomo que a semejanza del ICAC no sólo impusiera determinados conocimientos técnicos para el ejercicio de esta actividad sino que ejerciera igualmente sobre estos profesionales una vigilancia y disciplina continuas.

# RÉGIMEN JURÍDICO DEL “RETRO-LEASING” EN LA REPÚBLICA ARGENTINA

CARLOS A. MOLINA SANDOVAL <sup>(1)</sup>

---

## SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN.

II. NOCIÓN.

**1. Aspectos jurídicos.**

**2. Noción económica y financiera.**

III. DENOMINACIÓN.

IV. ELEMENTOS DEL CONTRATO.

V. VALIDEZ.

**1. Estado normativo actual: su validez constitucional.**

**2. Negocio simulado.**

---

(1) Abogado (U. Nac. Córdoba). Doctor en Derecho y Ciencias Sociales (U. Nac. Cba.) Máster en Derecho Empresario (U. Empresarial Siglo 21, Cba., Argentina). Diplomado en Derecho Procesal (U. Blas Pascal, Cba., Arg.) Prof. de *Derecho Comercial III* de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la U. Nac. Cba.). Prof. de Postgrado en la *Espec. en Derecho de los Negocios* (U. Nac. Cba.), *Máster en Derecho Empresario* (U. Empresarial Siglo 21), *Espec. en Derecho de la Empresa* (U. Nac. Rosario) y *Espec. en Sindicatura Concursal* (U. Nac. Mar del Plata y en U. Nac. Cba.) Coordinador del Máster en Der. Empresarial (U. Empresarial Siglo 21).

Agradecemos comentarios a: carlos@molinasandoval.com.ar.

3. **Texto legal derogado.**
4. ***De lege ferenda.***
5. **Nuestra posición sobre la actual norma.**

VI. CONEXIDAD CONTRACTUAL.

VII. OBLIGACIÓN DE ENTREGA, EVICCIÓN Y VICIOS OCULTOS.

1. **El esquema legal.**
2. **Cuestiones especiales.**

VIII. RESPONSABILIDAD POR DAÑOS AL CONSUMIDOR.

IX. FORMA.

1. **Generalidades.**
2. **Incumplimiento de las formas en la compraventa.**
3. **Instrumento único o documentos separados.**

X. FINANCIACIÓN DE LA COMPRAVENTA Y *LEASING*.

1. **Posibilidad jurídica.**
2. ***Leasing* circular.**
3. **Otras posibilidades.**
4. **Interpretación.**

XI. COMPARACIÓN DEL *LEASE BACK* CON OTRAS FORMAS DE GARANTÍA.

1. **Importancia.**
2. **Prenda.**
3. **Ejecución extrajudicial de la hipoteca.**

XII. EL FIDEICOMISO Y EL *LEASE BACK*.

XIII. *LEASE BACK* DE ACCIONES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.

---

## I. INTRODUCCIÓN

Las modernas tendencias del derecho comercial, y particularmente del derecho bancario y financiero, encuentran una ingente preocupación por las garantías del cumplimiento de las obligaciones <sup>(2)</sup>. Actualmente, y fruto del gran interés que suscita, se ha desbrozado un área denominada “derecho de las garantías” <sup>(3)</sup>, que procura profundizar los mecanismos jurídicos que canalizan el aseguramiento de los créditos <sup>(4)</sup> o refuerzan la posición del acreedor a través de un incremento de sus facultades legales <sup>(5)</sup> o, dicho de otro modo, la minimización de los riesgos <sup>(6)</sup>. Esta función tiene mayor importancia en el ámbito de los contratos de empresas o de las entidades financieras, en las que continuamente se toman decisiones que engendran riesgos económicos <sup>(7)</sup> y ha asumido variadas “formas” <sup>(8)</sup>.

---

(2) HIGHTON, Elena I., “Panorama del régimen de las garantías en el derecho estadounidense”, *RDPC*, n.º 2 (garantías), 1993, p. 189, con cita de BOSHKOFF, Douglas y BEPKO, Gerald, *Sum and substance Of. Secured transactions*, 2.ª edic., Herbert Legal Series, USA, 1988; EPSTEIN, David G., *Debtor-creditor law in nutshell*, 4.ª ed., West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, USA, 1991, p. 5; HILL J.R., Myron G., ROSSEN, Howard M. y SOGG, Wilton S., *Real and personal property. Conveyancing and future interest (Smith’s Review Legal Gem Series)*, 3.ª ed., West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, USA, 1978, p. 1; BERNHARDT, Roger, *Property (Black Letter Series)*, 1.ª edic., West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, USA, 1983, 3.ª reimp., 1989, p. 1; BOYER, Ralph E., *Survey of the law of property*, 3.ª edic., West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, USA, 1981, p. 1.

(3) DROBING, Ulrich, “Presente y futuro de las garantías reales y personales”, *Revista de Derecho Comparado*, n.º 6 (Garantías. Presente y futuro), 2002, p. 8.

(4) La garantía, en un sentido muy amplio, es cualquier medio dirigido a asegurar el crédito, el goce de un derecho, el cumplimiento de una obligación (DIEZ PICAZO, Luis, *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Tecnos, Madrid, 1970, p. 571).

(5) SÁNCHEZ JORDÁN, María Elena, “Presente y futuro de las garantías reales y personales. Derecho de garantía personales y reales: situación actual y perspectivas de futuros”, *Revista de Derecho Comparado*, n.º 6 (Garantías. Presente y futuro), 2002, p. 59.

(6) Justamente uno de los principales elementos para la ponderación del riesgo crediticio es el colateral (junto con el carácter, capacidad, capital y condiciones), que involucra el estudio del patrimonio del cliente (como garantía común de sus acreedores) y las garantías colaterales que ofrece (VILLEGAS, Carlos Gilberto, *Las garantías del crédito*, 2.ª edic., Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1998, p. 16).

(7) HIGHTON, Elena I., *Introducción al estudio de las garantías en los contratos de empresa*, JA, 1988-III, p. 754; MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Concurso preventivo del garante*, Depalma, Bs. As., 2000, p. 76.

(8) AMORÓS GUARDIOLA, M., “La garantía patrimonial y sus formas”, *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*, Madrid, 1972, t. I, p. 285.

El sistema judicial, y particularmente los clásicos esquemas de aseguramiento de los créditos (hipoteca<sup>(9)</sup>, prenda<sup>(10)</sup>, etc.), se vislumbran como pesados mecanismos no aptos para una adecuada tutela de las garantías, incluso en una tendencia global<sup>(11)</sup>; se muestran como esquemas ineficientes a las actuales exigencias de los mercados financieros.

Esta circunstancia ha preocupado seriamente a los operadores jurídicos y bancarios<sup>(12)</sup> quienes constantemente han procurado vehículos eficientes para fortalecer las garantías. Esta preocupación se debe a que un adecuado esquema de garantías y protección del cumplimiento de los compromisos asumidos evita, sin dudas, los altos costos de transacción que generan los sistemas ineficientes y, a la postre, posibilita que los mercados puedan ofrecer tasas más adecuadas.

Esta tendencia signó fuertemente los años ochenta; y continúa en constante estado de ebullición y reelaboración, incluso de manera pendular<sup>(13)</sup>. Así, comenzaron a aparecer nuevas figuras tales como las garantías abstractas<sup>(14)</sup> o a primera demanda<sup>(15)</sup> (también llamadas independientes<sup>(16)</sup>), el fideicomi-

---

(9) HIGHTON, Elena I., *La especialidad en cuanto al crédito*, Bs. As., Ariel, 1981, p. 114; RIVERA, Julio César, "Hipoteca: conveniencia de admitir las hipotecas abiertas", *RDPC*, n.º 2 (garantías), 1993, p. 175; BORETTO, Mauricio, *Hipotecas abiertas*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2004, p. 76.

(10) MUGUILLO, Roberto, *Prenda con registro*, 3.ª edic., Astrea, Bs. As., 2001, p. 56.

(11) BUSSANI, Mauro, "El presente y futuro de las garantías reales", *Revista de Derecho Comparado*, n.º 6 (Garantías. Presente y futuro), 2002, p. 93.

(12) ESCANDI, Luis María y ESPARZA, Gustavo Américo, "Operaciones bancarias y financieras, de crédito y de garantía", en *Manual de Operaciones Bancarios y Financieras*, (Muguillo, Roberto A., dir.), Edic. Jurídicas Cuyo, Mendoza, 2002, p. 39.

(13) Pues a veces, ciertas garantías (sobretudo en materia de derechos del consumidor) han resultado excesivas. Ver LAGUNGE, Esteban, *Los contratos de créditos ante la Ley de Defensa del Consumidor*, Abaco, Bs. As., 2001, p. 184.

(14) También llamadas *surtysip on first demanda* que fue ideada para no utilizar fondos en efectivo, lo cual resulta caro, se inventó una forma de fianza que asegurara la misma rapidez y seguridad que el depósito en efectivo (DROBING, "Presente y futuro de las garantías reales y personales", cit., p. 15).

(15) ALEGRÍA, Héctor, "Las garantías abstractas o a primera demanda en el derecho moderno y en el Proyecto de Unificación argentino", *RDCO*, 1987, n.º 119, p. 686; KEMEL-MAJER DE CARLUCCI, Aída R., "Las garantías a primera demanda", *RDPC*, n.º 2 (garantías), 1993, p. 93.

(16) BONFANTI, Mario A., *Contratos bancarios*, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1993, p. 348, aunque ello no es así necesariamente ya que lo que las diferencia es la accesoriedad o no con el crédito principal.

so de garantía<sup>(17)</sup>, *factoring*<sup>(18)</sup>, las garantías autoliquidables<sup>(19)</sup>, *escrow*<sup>(20)</sup>, u otras formas contractuales de financiación bancaria<sup>(21)</sup> o que procuraban garantizar ciertos aspectos de la operación económica (v.gr., contrato de *layaway*<sup>(22)</sup>).

Pues bien, el *sale and lease-back* (o *retro-leasing*) se postula como una forma de “garantía autoliquidable”, en la que el bien dado en *leasing* constituye la principal garantía para el cumplimiento de la obligación dineraria asumida. Integra esta genérica categoría (“autoliquidables”) ya que el dador (acreedor) mantiene la titularidad registral del activo, pues sólo confiere su tenencia al tomador (deudor) mientras transcurre la etapa de cumplimiento de la obligación asumida por éste, con la obligación de liberar dicho dominio contra el total cumplimiento (*id est*, opción de compra con pago del saldo de precio).

En caso de incumplimiento, no debe subastar el bien (pues ya es de su propiedad), sino que sólo solicita su secuestro (inmueble o mueble —artículos 20 y 21 de la Ley 25.248—) y procede “privadamente” y sin ningún esquema o mecanismo especial a su venta (si así lo desea) o directamente permanece en propiedad del activo por el bien que considere conveniente. Y, en la hipótesis falencial, ni siquiera debe someterse al inconveniente régimen general de los contratos<sup>(23)</sup>.

(17) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *El fideicomiso en la dinámica mercantil*, Abaco, Bs. As., 2004, p. 236.

(18) LORENZETTI, Ricardo Luis, “Reflexiones sobre el *factoring* como contrato de garantía”, *RDPC*, n.º 2 (Garantías), 1993, p. 231; LEYVA SAAVEDRA, José, “*Factoring*”, en *Tratado de Derecho Privado*, vol. III, Lima, 2001; LEYVA SAAVEDRA, José, “Naturaleza jurídica del *factoring* (Comentario a la sentencia del Tribunal Supremo español del de febrero de 2001)”, *Diálogo con la jurisprudencia*, Lima, 2001, n.º 35, p. 34; RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio, *Contratos bancarios. Su significación en América Latina*, 3.ª edic., Felatán, Bogotá, 1985, p. 519; ETCHEVERRY, Raúl A., *Derecho Comercial y Económico*, Astrea, Bs. As., 1991, t. 1 (Contratos. Parte especial), p. 175; ARGERI, Saúl, *Contrato de factoring*, LL, 1978-D, p. 1253.

(19) ALEGRÍA, Héctor, “Las garantías ‘autoliquidables’”, *RDPC*, n.º 2 (Garantías), 1993, p. 149.

(20) El *escrow* es un servicio que brinda una compañía autorizada para manejar dinero de terceras personas en custodia, de forma imparcial e independiente. Beneficia a compradores y vendedores, porque facilita la transferencia de bienes en condiciones seguras. El *escrow* es un proceso controlado y eficiente que permite realizar una transacción de manera fácil y rápida y que evita casi absolutamente el fraude (RODRÍGUEZ ACQUARON, Pilar M., *La compraventa de acciones y sus garantías*, Abaco, Bs. As., 2001, p. 109).

(21) VILLEGAS, Carlos, *El crédito bancario*, Depalma, Bs. As., 1988, p. 75.

(22) LEIVA FERNÁNDEZ, Luis F.P., *El contrato de layaway (un ornitorrinco jurídico)*, LL, 27 de diciembre de 2004, p. 1.

(23) JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Ley de concursos y quiebras comentada*, Lexis-Nexis Depalma, 2003, t. II, p. 456.

## II. NOCIÓN

### 1. Aspectos jurídicos

El *lease-back* constituye una variante, aunque muy especial, del *leasing* financiero, dado que quien vende el bien es el propio tomador, el que coetáneamente o después lo recibe para usarlo en virtud de un *leasing*, evitando que la empresa con necesidades de financiamiento quede desestructurada <sup>(24)</sup>.

Esta figura, que todavía —todavía— no tiene mayor difusión en la República Argentina, aun cuando no era desconocida <sup>(25)</sup> tampoco pudo lograrla con la sanción de la Ley 24.441 (que reguló expresamente el *leasing*), pues se vislumbraban algunas dudas en cuanto a su validez.

Hoy no existen dudas de su validez, ya que esta modalidad aparece contenida en el artículo 5, inc. e) de la Ley 25.248 <sup>(26)</sup>, en cuanto señala que el objeto del contrato “puede” ser adquirido por el dador al tomador por el mismo contrato o haberlo adquirido antes. Aun más, el artículo 6.3.º de la Ley 25.248, regula el tema de la evicción y vicios redhibitorios en el *lease back*.

En concreto, se lo ha definido jurídicamente como un contrato por el cual el empresario vende un bien mueble o inmueble de su propiedad al dador de *leasing*, que paga el precio correspondiente y simultáneamente cede el uso y goce del bien adquirido al vendedor, quien se obliga a pagar cánones periódicos por un cierto término, con la facultad de readquirir la propiedad del bien al vencimiento mediante el pago de un precio establecido <sup>(27)</sup>. Vale decir, que no hay una relación trilateral <sup>(28)</sup>, sino sólo bilateral entre el dador (comprador) y tomador (vendedor).

---

<sup>(24)</sup> BARBIER, Eduardo Antonio, *Contratación bancaria*, vol. 2 (Empresas), Astrea, Bs. As., 2002, p. 294.

<sup>(25)</sup> FARGOSI, Horacio, *Esquicio sobre el lease back*, ED, 144, p. 953.

<sup>(26)</sup> Vale mencionar que en la República Argentina hasta el año 1995, se trataba de un contrato atípico (aunque no innominado, pues ciertas reglamentaciones bancarias lo mencionaban —v.gr., Ley 18.061, artículos 18 y 20, Ley 21.156, artículos 22 y 24, etc.—). En dicho año, se dictó la Ley 24.441 que incluyó al contrato de *leasing* entre varias otras formas de financiamiento empresarial (fideicomiso, letra hipotecaria, etc.) Luego, en el año 2000 se sancionó la actual Ley de *Leasing* n.º 25.248 que ha introducido novedosas modificaciones que la hacen una figura más interesante para el dador.

<sup>(27)</sup> PURCARO, Darío, *La locazione finanziaria. Leasing*, Cedma, Padua, 1998, p. 283, cit. por PAOLANTONIO, Martín E., *Régimen legal del leasing. Ley 25.248*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2000, p. 21.

<sup>(28)</sup> FARGOSI, *Esquicio sobre el lease back*, cit., p. 953.

## 2. Noción económica y financiera

En términos económicos constituye la transmisión onerosa de un determinado activo con la reserva de una locación con opción de compra (*leasing*). Por ello, ante la necesidad de fondos del tomador del *leasing* (titular del activo), éste lo enajena al dador (que sale del patrimonio del tomador e ingresa en el del dador), transformándose —contra entrega de una suma de dinero— en una mera posibilidad de utilizar el bien con los alcances de una locación (artículo 26 de la Ley 25.248).

Así, ha señalado PAOLANTONIO que se trata de una monetarización de activos no dinerarios que utiliza la transmisión de la propiedad como un mecanismo de garantía del acreedor financiero, cuya validez no puede negarse apriorísticamente mediante una aprehensión formalista de algunas disposiciones del Código Civil <sup>(29)</sup>.

Pese a que la Ley de *leasing* ha admitido expresamente la posibilidad del *sale and lease back*, dicha permisión no ha ido acompañada de un adecuado tratamiento jurídico, lo que genera ciertas dificultades a la hora de resolver ciertas cuestiones complejas. Por ello, deberá aplicarse primeramente el esquema general de la Ley 25.248, sin perder la noción de contexto, las pautas económicas y las particularidades de esta sub-especie de *leasing*.

### III. DENOMINACIÓN

La Ley 25.248 no ha denominado expresamente a esta modalidad, sino que el artículo 5, inc. e), ha autorizado la operación con la simple descripción de su modalidad. Podría decirse, entonces, que se trata de una modalidad contractual innominada, aunque no atípica <sup>(30)</sup>, pues ha sido regulada expresa (aunque insuficientemente) por el ordenamiento jurídico.

Sin embargo, y aunque la denominación que más se ha generalizado es la sajona *sale and lease back* (venta y adquisición nuevamente en *leasing*) o simplemente *lease back* (retomar en *leasing*), también se han castellanizado expresiones tales como *leasing de retorno*, *leasing de retro* o, incluso *retro leasing* o *retroarriendo*.

Quizás la forma más adecuada es “venta y retro-*leasing*”, ya que no sólo se adecua a un lenguaje castizo, sino que permite conocer anticipadamente algu-

(29) PAOLANTONIO, *Régimen legal del leasing*, cit., p. 21.

(30) BRECCIA, U., “Le nozioni di tipico e atípico: spunti critici e ricostruttivi”, en *Tipicità e atipicità nei contratti*, *Quad. Giur. Comm.*, n.º 53, Giuffrè, Milán, 1983, cit. por LORENZETTI, *Reflexiones sobre el factoring como contrato de garantía*, cit., p. 244.

nas de las características del instituto. Pero, debido a que todos los que han tratado el tema, han utilizado el *nomen iuris* inglés, parece prudente respetar su utilización uniforme, siempre con un sólido deseo de que la tendencia a respetar ciertos parámetros elementales de nuestro lenguaje.

#### IV. ELEMENTOS DEL CONTRATO

Los elementos del contrato son similares a los de todo contrato de *leasing*<sup>(31)</sup> y por ello responden a toda la teoría de las obligaciones y los contratos<sup>(32)</sup>.

En efecto, las partes son dos, el dador y el tomador y sus posiciones contractuales se rigen por las pautas generales del contrato de *leasing*. Adicionalmente, y en lo que refiere a la primera etapa contractual (*sale*, compraventa) el dador es quien compra el bien al tomador (vendedor) que retiene su tenencia.

Se ha dicho que el *lease back* se distingue del *leasing*, ya que este último es trilateral (pues intervienen el proveedor, el dador y el tomador) y en el *lease back* sólo intervienen dos sujetos (el dador y tomador)<sup>(33)</sup>. Pero ello no es necesariamente así, pues es común que en el *leasing* operativo también inter vengan dos sujetos (el dador que es a la vez productor y el tomador).

El bien objeto<sup>(34)</sup> del *leasing* no tiene mayores diferencias en ambas modalidades, ya que el *lease back* puede recaer sobre los mismos bienes que todo contrato de *leasing* (artículo 2 de la Ley 25.248) y los contratos.

Quizás la causa contractual tenga algunas variantes, ya que en el *lease back* tiene importancia no sólo su aspecto de financiación, sino también el elemento de la garantía. La razón de ser de esta modalidad es la mantención de la tenencia del bien por parte del tomador y la posibilidad de recuperar inmediatamente el bien objeto del contrato.

---

(31) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., "Las ventajas del contrato de leasing mobiliario operativo", *Factor (Comercio y Justicia)*, Año I- n.º 26- II, 20 al 24 de septiembre de 2004, p. 13.

(32) BETTI, Emilio, "Teoría de las obligaciones" (trad. José Luis de los Mozos), *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1969, t. I, p. 256; WAYAR, Ernesto C., *Derecho Civil. Obligaciones*, Depalma, Bs. As., 1990, t. I, p. 66.

(33) ACQUARONE, María T. y EMBON, Leonardo G., *El leasing. Su instrumentación y encuadre en la actual financiación empresarial*, 2.ª edic., Abaco, 2004, p. 186.

(34) Algunas reflexiones pueden consultarse en la monografía de BUERES, Alberto J., *Objeto del negocio jurídico*, Hammurabi, Bs. As., 1986, pp. 13 y ss.

## V. VALIDEZ

Los debates en torno a la validez o licitud del *sale and lease back* deben realizarse desde un doble enfoque: *de lege lata* y *de lege ferenda*.

### 1. Estado normativo actual: su validez constitucional

*De lege lata*, parece difícil cuestionar la validez del retro-*leasing*, habida cuenta de que el artículo 5, inc. e) de la Ley 25.248, contempla expresamente esta forma de *leasing* y el artículo 6.3.º de la Ley 25.248, regula el tema de la evicción y vicios redhibitorios. Sin embargo, ello no impide a que algunos autores puedan cuestionar la constitucionalidad del precepto.

Aun teniendo en cuenta que la constitucionalidad de un precepto sólo puede determinarse en el caso concreto, cabe señalar que no existen razones constitucionales para prohibir o declarar ilícita esta modalidad de *leasing*. No se advierte cómo esta forma negocial puede constituirse en inconstitucional por su sola configuración jurídica, ya que el tomador (vendedor) del *leasing* debe recibir del dador (comprador) —como contraprestación de la venta— una suma de dinero o de otros activos que le son necesarios y tendrá posibilidad de utilizar dicho bien y recomprarlo mediante una opción de compra.

Por el contrario, el tomador tiene una ventaja fundamental en el *lease back*, ya que no sólo puede utilizar el activo, sino que debe inscribirlo en el registro pertinente evitando, de este modo, que el dador realice actos con terceros de buena fe y que puedan perjudicar sus derechos.

Aún más: no puede señalarse que la prohibición de apropiarse directamente de la cosa tenga raigambre constitucional, sino que se trata de esquemas y dispositivos que han integrado clásicamente nuestro ordenamiento privado y que bien pueden ser modificados por leyes posteriores. Tampoco hay un quebrantamiento del derecho de defensa (artículo 18 de la Constitución Nacional), ya que el *leasing* generalmente requiere un emplazamiento previo y la necesidad de un secuestro judicial (artículos 20 y 21 de la Ley 25.548). Las garantías autoliquidables, que comulgan con la estructura jurídica de esta figura, no han sido aún tachadas de inconstitucionalidad.

Al contrario, esta figura tiende a garantizar, en cierto modo, la eficiencia económica (también tutelada por la Constitución Nacional), ya que evita los elevados “costos de transacción” que la subasta pública y la típica ejecución judicial acarrea; costos que, naturalmente, serán soportados por el deudor de la prestación dineraria.

## 2. Negocio simulado

Sin embargo, *de lege lata*, se ha afirmado que cuando en el caso concreto el *lease back* fuere un negocio simulado celebrado para ocultar un mutuo con transferencia de propiedad en garantía, el negocio podría ser declarado inválido pues estaría alcanzado por la prohibición del artículo 3222 del Código Civil, y la aplicación que la doctrina ha hecho del mismo<sup>(35)</sup>, cuyos límites no están actualmente precisos<sup>(36)</sup>. Incluso se ha señalado que el artículo 1380 del Código Civil, prohíbe el pacto de retroventa en las cosas muebles<sup>(37)</sup>.

Compartimos dicha opinión, aun cuando también dicha posibilidad podría estar inmersa además de la simulación en la figura genérica del fraude a la ley; esto es, con la finalidad de eludir la prohibición del artículo 3222 del Código Civil.

Pese a lo dicho, no toda operación de *lease back* lleva implícita una presunción de simulación. Al contrario, la figura no sólo es válida, sino que tampoco tiene necesariamente una carga valorativa negativa. Deberá “acreditarse” que se simuló una situación jurídica que no coincide con la realidad<sup>(38)</sup>.

Además, el *sale and lease back* puede haber sido pergeñado para desarrollar un negocio de refinanciación de una deuda existente. Por ello, y pese a que en este negocio no se produce una monetización de activos, el *lease back* es perfectamente válido si mediante este mecanismo se estructura un nuevo plan de vencimientos, esta vez reforzando la garantía. Ello sin perjuicio de la even-

---

(35) FRESNEDA SAIEG, Mónica L., FRUSTAGLI, Sandra A. y HERNÁNDEZ, Carlos A., *Leasing. Ley 25.248 comentada y reglamentación aprobada por dec. 1038/2000*, Lexis-Neix Depalma, 2002, p. 47.

(36) SALVAT, Raymundo M., *Tratado de derecho civil argentino. Derechos reales*, 4.<sup>a</sup> edic. actualizada por Manuel J. Argañarás, t. IV, p. 391; FERNÁNDEZ, Raymundo L. y GÓMEZ LEO, Osvaldo R., *Tratado teórico-práctico de derecho comercial*, Depalma, Bs. As., 1988, t. II-C, p. 100; SEGOVIA, Lisandro J., *Explicación y crítica del Código Civil argentino*, Bs. As., 1881, t. II, p. 375; BORDA, Guillermo A., *Tratado de derecho civil. Derechos reales*, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1975, t. II, p. 393.

(37) ABATTI, Enrique Luis e ROCCA (H), Ival, *Régimen de leasing. Ley 25.248*, Astrea, 2001, p. 35.

(38) MOSSET ITURRASPE, Jorge, *Contratos simulados y fraudulentos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, t. II, p. 434; DURIGÓN, Claudia Cecilia, *Acción de simulación*, 3.<sup>a</sup> edic., Juris, Rosario, 2000, p. 211.

tual ineficacia en caso de quiebra futura, siempre que se acrediten los respectivos requisitos (artículos 118 y siguientes de la LCQ) <sup>(39)</sup>.

Pero, como bien ha señalado un importante precedente italiano <sup>(40)</sup>, existen ciertos indicadores fundamentales. De los señalados por dicho fallo, parecen sumamente importantes (y hasta presuncionales) sólo algunos, tales como ausencia de interés del tomador en la utilización del bien, cláusulas que dejen el bien en disposición material del dador, dificultades económicas que demuestren un aprovechamiento de las condiciones económicas del dador, etc. Pero estos indicadores sólo tendrán una fuerza presuncional, debiendo en cada caso concreto valorarse cada indicio en particular y la eficacia probatoria que la suma de ellos puede acarrear en la solución final.

### 3. Texto legal derogado

Bajo la vigencia de la ley anterior (Ley 24.441) la cuestión no era tan clara, pues el plexo normativo nada señalaba al respecto y muchos autores señalaron que se quebrantaba la prohibición del pacto comisorio y apropiación directa de la cosa por parte del acreedor.

Así HIGHTON señalaba que en el *lease back* se advierte generalmente una función de garantía en la transmisión del dominio de las cosas muebles o inmuebles que luego serán objeto del contrato de *leasing* (locación) entre las mismas partes, y quien efectúa un préstamo, asegurándose la propiedad de la cosa, ve cubierto el riesgo por parte del tomador del crédito, sin necesidad de ejecutar los bienes de su deudor. Añade que se violan, consecuentemente, todos los principios de los derechos de garantía, en un régimen como el nuestro, que impide pactos comisorios y la apropiación directa de la cosa por parte del acreedor <sup>(41)</sup>.

Pese a ello, existían muchos autores que admitían la figura aun antes del presente régimen, señalando que, como la ley no lo había prohibido expresamente, no podía considerarse ilícita a esta modalidad de *leasing*.

---

<sup>(39)</sup> MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Reflexiones en torno al leasing (Una visión desde lo concursal)*, La Ley, Suplemento de Concursos y Quiebras, ejemplar del 15-12-2004, p. 15.

<sup>(40)</sup> Suprema Corte de Italia, sentencia 10.805 de 16 de octubre de 1995 cit. por FRESNEDA SAIEG, FRUSTAGLI y HERNÁNDEZ, *Leasing...*, cit., p. 51.

<sup>(41)</sup> HIGHTON, Elena I., “El *leasing* en el *common law* y traslación de la noción al Derecho Argentino”, *RDPC*, n.º 3, 1993, p. 271.

#### 4. *De lege ferenda*

En este sentido, y reconociendo que es susceptible de discusión la cuestión vinculada a la política legislativa seguida (pero no la “validez” de la figura), se ha señalado que el *sale and lease back* es una operación jurídica procedente de países cuya tradición jurídica difiere de la nuestra, y donde la transferencia de la propiedad en garantía es admitida ampliamente pues los derechos de garantías no son vistos como un *ius in re aliena*, al contrario, en el sistema del *common law* es normal que el acreedor hipotecario pase a ser titular del bien, pudiendo detentar o no la posesión, pero su dominio está sujeto a la condición resolutoria del cumplimiento del deudor en los plazos establecidos. Esta diferencia sustancial hace que la operación de *lease back*, en regímenes jurídicos pertenecientes a la familia del derecho continental, sea un contrato cuya licitud es puesta en tela de juicio debido a que la figura implica una transferencia de propiedad con fines de garantía. La ilicitud de tales operaciones se vincula, en esos ordenamientos, a la prohibición del pacto comisorio en contratos constitutivos de derechos reales de garantía. En nuestro sistema, la sanción aparece en el artículo 3222 del Código Civil, para la prenda y por extensión la doctrina la aplica a la hipoteca<sup>(42)</sup>.

Este debate, aunque *de lege lata*, se mantiene en Italia, con referencia al artículo 744 del Código Civil italiano, que también prohíbe el pacto comisorio e incluso ha sido receptado por numerosos precedentes italianos, tales como el Tribunale di Milano (sentencia de 19 de junio de 1986), di Verona (sentencia de 15 de diciembre de 1988) y di Vicenza (sentencia de 12 de julio de 1988)<sup>(43)</sup>.

Igualmente se ha señalado que no se consideran convincentes los argumentos que niegan la validez del *lease back* por violación del pacto comisorio, pues en este contrato, a diferencia de lo que sucede con el pacto comisorio, no hay un crédito preexistente para garantizar entre la empresa vendedora-usuaria y la compradora-concedente. Es más, la compraventa que precede al *lease back* no es un contrato accesorio, con fines de garantía; es un presupuesto necesario para que el bien pueda ser concedido en *leasing*. Se puede decir, pues, que la citada compraventa no viene celebrada con fines de garantía, sino con fines de *leasing*<sup>(44)</sup>.

---

(42) FRESNEDA SAIEG, FRUSTAGLI y HERNÁNDEZ, *Leasing...*, cit., p. 47.

(43) Ver los fallos en LEYVA SAAVEDRA, José, *Tratado de derecho privado*, vol. II (*Contratos de financiamiento*), Unilaw, Lima, 2004, p. 163.

(44) LEYVA SAAVEDRA, José, *El lease back, una moderna técnica financiera*, Gaceta Jurídica, Lima, 1999, t. 68-B, p. 38.

Además, en el *lease back* —se expresa— la compraventa es pura y simple, es decir, no está supeditada a condición alguna; el mismo pacto de opción, que permite a la usuaria readquirir la propiedad del bien vendido, es una cláusula propia del contrato de *leasing*, no de la compraventa en garantía con pacto de retroventa. A lo dicho agrega que la adquisición de la propiedad del bien por parte de la empresa de *leasing*, en un contrato de *lease back*, representa simplemente un momento de su usual actividad empresarial; de igual modo, la concesión de *leasing* de un bien, aunque sea adquirido a la misma usuaria, se inserta sin más en el normal ejercicio negocial de una empresa de *leasing*, esto es, financiar el uso y, a su turno, la adquisición de bienes en *leasing*. Por ello, cree que con el *lease back* no se trata de perseguir finalidades ilícitas a través de operaciones anómalas o indirectas, sino que estamos ante un típico contrato de empresa, pensado para satisfacer rápida y eficientemente una necesidad de liquidez temporal de las empresas<sup>(45)</sup>.

### 5. Nuestra posición sobre la actual norma

Atento que ya no existen dudas sobre la validez del *lease back* en nuestro sistema jurídico, la cuestión se mantiene en el terreno de la política legislativa: esto es, si es conveniente su regulación actual o es menester depurar la figura.

Pensamos que el *lease back* es una figura que suple algunas falencias de nuestro actual sistema de garantías. Es una alternativa más de financiamiento y garantía que no puede considerarse *per se* como ilícita o antijurídica. Al contrario, suple ciertas necesidades de financiamiento que las otras garantías típicas no otorgan. Por ello, no puede presumirse —al menos no puede hacerlo el operador jurídico— que la operación de *lease back* siempre se utilizara en forma inadecuada. Los actos jurídicos, y la conducta humana en general, se presumen lícitos; y también la buena fe de quienes los realizan.

Sin embargo, la actual regulación jurídica se muestra harto insuficiente para contemplar los verdaderos alcances de la figura. No parece lógico que el *lease back* tenga idéntico tratamiento que los otros subtipos de *leasing*. De hecho tampoco es coherente que nuestra actual Ley 25.248 no haya distinguido entre el *leasing* operativo y el financiero o que haya dado un incompleto tratamiento al *leasing* sobre *software*, patentes y otros intangibles. Incluso en *leasing* de consumo, las distinciones no vienen del *leasing*, sino de la Ley 24.240 de defensa del consumidor.

Por ello, sería prudente que el legislador incorpora algunos preceptos tendientes a darle una cierta coherencia interna a la figura. Deberá determinarse en

---

(45) LEYVA SAAVEDRA, *Contratos de financiamiento*, cit., p. 165.

forma concreta su funcionamiento, el tipo de operaciones y sobre qué bienes puede realizarse el *lease back*, cómo funcionan las diversas contingencias contractuales, cómo funciona en el concurso preventivo y en la quiebra, etc.

## VI. CONEXIDAD CONTRACTUAL

Pese a que el estado actual de la legislación aún no ha regulado la doctrina de la conexidad contractual<sup>(46)</sup>, no existen inconvenientes para que el *lease back* sea concebido o analizado bajo este prisma.

Esta teoría, incipiente aun en doctrina, tiende a dar una respuesta adecuada al fenómeno de la contratación grupal, de contratos que, entrelazados en un conjunto jurídico-económico, persiguen lo que se ha llamado una “misma prestación esencial”, un “todo” contractual para un mismo y único negocio<sup>(47)</sup>. Se relaciona con una pluralidad de contratos celebrados —simultánea o sucesivamente— y que sin perjuicio de su autonomía como tales “se encuentran estrechamente vinculados”<sup>(48)</sup> o “interconectados entre sí”<sup>(49)</sup>.

Hace alusión a uniones de contratos en las que los objetivos se alcanzan no ya mediante un contrato, sino mediante varios utilizados estratégicamente en función de un negocio o en redes que forman sistemas, lo cual propone la necesidad de un concepto de “finalidad económica supracontractual”<sup>(50)</sup>, cuyo principio vector está constituido por la preservación de la **unidad** del complejo negocial<sup>(51)</sup>.

La conexidad (vinculación, relación o coligación) implica un compartir los efectos, positivos y negativos, y apunta a “negocios de mayor complejidad,

---

(46) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Conexidad contractual: su aplicación en el ámbito societario*, LL, del 26-9-2001, p. 1.

(47) MOSSET ITURRASPE, Jorge, *Contratos conexos. Grupos y redes de contratos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 1999, p. 9.

(48) TOBIÁS, José W., *Los contratos conexos y el crédito al consumo*, LL, 1999-D, p. 992.

(49) TOBIÁS, José W. y DE LORENZO, Miguel Federico, *Complejo de negocios unidos por un nexo (El ligamen negocial)*, LL, 1996-D, p. 1387.

(50) LORENZETTI, Ricardo Luis, *Contratos modernos. ¿conceptos modernos? Nuevos aspectos de la teoría del tipo contractual mínimo. Problemas contractuales típicos. Finalidad supracontractual y conexidad*, LL, 1996-F, p. 851.

(51) TOBIÁS y DE LORENZO, *Complejo de negocios unidos por un nexo*, cit., p. 1390.

posibilitados por una serie de contratos relacionados entre sí”<sup>(52)</sup>. La “descomposición formal”<sup>(53)</sup> de la operación realizada no excluye las íntimas relaciones entre los contratos.

Sin perjuicio de ello, la dificultad inicial es la de fijar el criterio que permite establecer cuándo se está en presencia de un único negocio (atípico, mixto o con pluralidad de prestaciones) o bien de dos o más<sup>(54)</sup>.

En este sentido, se ha dicho que es el “negocio” —único y complejo— el que requiere la pluralidad contractual. Los contratos están, en consecuencia, **unidos en un sistema**. “Hay una causa-fin o finalidad económico-social que trasciende la individualidad de cada contrato y constituye la razón de ser de su unión o ligamento”<sup>(55)</sup>.

Este pequeño desarrollo del tema sirve para demostrar que pese a que el *lease back* está compuesto fundamentalmente de dos negocios jurídicos distintos (compraventa y *leasing*), en cualquiera de sus dos alternativas formales [esto es, que se realice en el mismo instrumento jurídico o que la compraventa se realice con anterioridad, conforme indica el artículo 5, inc. e) de la Ley 25.248], debe entenderse bajo una noción de conexión supraindividual. Independientemente de las finalidades subjetivas que cada sujeto procura con el negocio, la finalidad objetiva (única y permanente) del contrato es la financiación y la garantía para el cumplimiento del contrato. La comprensión del contrato no puede olvidarse de este importante aspecto.

Por ello, pese a su composición formal, sustancialmente el negocio es único y por ello la compraventa y el *leasing* se encuentran estrechamente interconectados. Las vicisitudes contractuales de alguno de los contratos (nulidad, resolución, etc.) influyen —o pueden hacerlo— directamente en el otro y por ello la interpretación contractual que se realice de aquéllos no puede realizarse de manera aislada y como si el otro contrato no existiera.

Sólo conociendo de antemano esta situación o visión de contexto, podrán lograrse soluciones justas y coherentes con la real intención de las partes al momento de celebrar el contrato de retro-*leasing*.

---

(52) MOSSET ITURRASPE, *Contratos conexos*, cit., p. 13.

(53) TOBÍAS, *Los contratos conexos y el crédito al consumo*, cit., p. 1022.

(54) TOBÍAS y DE LORENZO, *Complejo de negocios unidos por un nexo*, cit., p. 1387.

(55) MOSSET ITURRASPE, *Contratos conexos*, cit., p. 2.

## VII. OBLIGACIÓN DE ENTREGA, EVICCIÓN Y VICIOS OCULTOS

### 1. El esquema legal

El artículo 6, señala que en los casos del artículo 5, incisos a) (cuando el bien se comprare por el dador a persona indicada por el tomador), b) (fuere comprado por el dador según especificaciones del tomador o según catálogos, folletos o descripciones identificadas por el tomador) y c) (por sustitución del tomador por el dador en un contrato previamente celebrado), el dador cumple el contrato adquiriendo los bienes indicados por el tomador. El tomador puede reclamar del vendedor, sin necesidad de cesión, todos los derechos que emergen del contrato de compraventa. El dador puede liberarse convencionalmente de las responsabilidades de entrega y de las garantías de evicción y vicios redhibitorios.

Además, en su tercer párrafo, señala que en caso de *lease back*, el dador no responde por la obligación de entrega ni por la garantía de evicción y vicios redhibitorios, salvo pacto en contrario.

El precepto no sólo es lógico, sino que también es adecuado, ya que teniendo en cuenta la estructura negocial del *lease back*, el dador no provee el bien directamente, sino mediante la adquisición del mismo tomador. Luego, si el tomador es quien le ha enajenado el bien, parece poco coherente que la ley lo habilite para el reclamo de la entrega, vicios o evicción, ya que el mismo debió saber de dicha situación.

Incluso, la acción de repetición que el dador tendría sería, justamente, sobre el mismo tomador. Por ello, la ley ha preferido cerrar directamente dichas posibilidades de acción al tomador.

Pensamos que aun cuando la ley nada hubiese previsto al respecto, igualmente el precepto tendría aplicación en virtud de las disposiciones especiales de evicción y vicios redhibitorios y generales del ordenamiento jurídico darían una solución similar. Ello así, *a fortiori* cuando el dador fuera de buena fe.

### 2. Cuestiones especiales

Pese a lo establecido expresamente por la ley, no todas las situaciones merecen la misma respuesta. En este sentido cabe señalar:

- i) el dador tendrá obligación de entregar el bien, si la compra del bien dado en *leasing* se hubiere realizado previamente y el tomador hubiere entregado su posesión al dador. Por ello, si no cumple con la obligación de entrega, debe responder por los daños ocasionados;

- ii) también el dador estará obligado a garantizar de evicción y de vicios redhibitorios si dichas causales hubieren ocurrido **desde la enajenación del bien hasta la readquisición** por el tomador;
- iii) debe recordarse que es nula toda convención que libre al enajenante de responder de evicción (y aplicable por analogía a los vicios redhibitorios), **siempre que hubiere mala fe de parte suya** (artículo 2089 del Código Civil). Por ello, si se hubiere pactado que el dador (comprador) responderá por evicción o vicios redhibitorios esta cláusula estará viciada de nulidad si el tomador (vendedor) conocía el vicio;
- iv) al contrario de lo que parece, y pese a no estar previsto en la ley de *leasing*, no sólo el dador no responde por la garantía de evicción o vicios redhibitorios, sino que el dador tendrá la acción judicial pertinente por estos conceptos en contra del tomador. Recuérdese que el dador compró un activo (adelantando fondos líquidos al tomador) a los fines de darlo en *leasing* y que los vicios que pudiese tener (evicción, vicios ocultos, etc.) lo afectan directamente;
- v) según las circunstancias del caso y de acuerdo a lo pactado por las partes, la responsabilidad por evicción o vicios ocultos en la compraventa, podrían dar derecho a resolver (artículo 1204 del Código Civil) el contrato de *leasing*, ya que económicamente entendida la causa negocial es una sola: la financiación con garantía en un determinado activo, lo que puede hacerla inepta para su destino;
- vi) es posible prever cláusula en contrario. Sin embargo, la exclusión o renuncia “de cualquier responsabilidad” no exime de la responsabilidad de evicción y tendrá derecho a repetir lo que pagó al enajenante, aunque no los daños e intereses (artículo 2100 del Código Civil). La renuncia debe ser expresa (artículo 2101, incs. 1 y 2, del Código Civil), o cuando si cuando se produjo la adquisición el adquirente sabía o debía saber el peligro de que sucediese la evicción (artículo 2101, inc. 3, del Código Civil).

## VIII. RESPONSABILIDAD POR DAÑOS AL CONSUMIDOR

Si el bien dado en *leasing* (que el dador justamente adquirió del tomador y otorgó en *leasing*) causa daño al tomador por un defecto de funcionamiento o por otra causa, deberá determinarse en el caso concreto si dicho desperfecto o vicio puede resultar efectivamente imputable al dador.

Si el dador no resulta culpable, sino que el defecto de funcionamiento era conocido por el tomador, parece razonable entender que el dador no responde

por dichos daños. En cada caso concreto deberá determinarse a quién resulta imputable el vicio o defecto.

Pero, aun cuando no lo conociera y sin perjuicio de cada situación en particular, parece difícil concebir que el dador deba responder por los vicios de funcionamiento de un bien que él compró e inmediatamente entregó para su uso al dador.

Distinta será la cuestión con relación a los terceros consumidores<sup>(56)</sup>. Si se ocasiona un daño a ellos con la utilización del bien dado en *leasing*, responden —en forma indeclinable— las dos partes contractuales (dador y tomador de *leasing*). Ahora bien, la imputabilidad a que hicimos referencia sólo tendrá eventual aplicación con las acciones de repetición que puedan suscitarse en cada caso concreto.

## IX. FORMA

### 1. Generalidades

La ley no establece ninguna formalidad para el *sale and lease back*, que no sean las naturales de todo contrato de *leasing*. Por ello, deberán instrumentarse en escritura pública el *leasing* que tenga por objeto inmuebles, buques o aeronaves; podrá ser en instrumento privado en los restantes (artículo 8, 1.º párr., de la Ley 25.248).

Pero, paralelamente el contrato de compraventa conexo al *leasing* también deberá realizarse con las formas que el Código Civil establece.

### 2. Incumplimiento de las formas en la compraventa

Se plantea el difícil supuesto de la posibilidad de *lease back* cuando no se han cumplido las formas del contrato de compraventa anterior. En términos simples: un mero boleto de compraventa del inmueble y una escritura de *leasing*.

Una primera (y provisoria) respuesta nos indica que no puede darse en *leasing* si no se cumplen las formas previstas para tener la propiedad del bien dado en *leasing*. Ello así, pues para poder ejercer la opción de compra, el dador

---

<sup>(56)</sup> MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Principales puntos de contacto entre el ‘derecho de consumo’ y el contrato de franquicia en el derecho argentino”, *Revista General de Legislación*, Editorial Reus, n.º 3, marzo/abril de 2004, Madrid, España, p. 35.

debe estar en plenas condiciones de transmitir la propiedad del activo dado en *leasing*. Además, en materia de bienes registrables, parece poco probable que el registrador inscriba un contrato de *leasing* conferido por un dador que no es el titular registral del bien.

De todas formas, cabe señalar que atento que el derecho de los contratos permite prevenir o pactar ciertas posibilidades, podría darse el supuesto de que el dador de *leasing* no haya cumplido con dichas formalidades e igualmente otorgue un *leasing* sobre el bien.

En fin, la interpretación de las formas en el *lease back* se interpreta bajo dos prismas ópticos: la compraventa deberá respetar sus formas y el *leasing* las suyas, aunque generalmente pueden coincidir.

### **3. Instrumento único o documentos separados**

De otro lado, la ley permite que el contrato de compraventa y el *leasing* (*rectius: lease back*) se realicen mediante en un mismo instrumento o por instrumentos separados.

Si se realiza en un mismo instrumento deberán establecerse concretamente los derechos y obligaciones de ambos actos jurídicos e inscribirse el acto en el registro respectivo. Obviamente, que si la registración de ambos actos debiera hacerse en registros diferentes (*v.gr.*, software, patentes, etc.) deberán registrarse no sólo en el Registro de Créditos Prendarios, sino también en las entidades pertinentes.

En caso de celebrarse dos actos separados, deberá tenerse en cuenta que la compraventa necesariamente deberá ser anterior, ya que no puede darse un *leasing* sobre un bien del que no se es dueño. La realización en actos separados no empee a que la inscripción se realice conjuntamente (tracto abreviado).

La práctica profesional indica que siempre es conveniente realizar los actos conexos en instrumentos jurídicos separados, ya que es frecuente que se requieran ciertos actos complementarios que requieran su escisión o presentación por separado.

## **X. FINANCIACIÓN DE LA COMPRAVENTA Y LEASING**

### **1. Posibilidad jurídica**

Un tema interesante se suscita en aquellos casos en que el dador no cancela todo el precio de la compraventa del activo que constituye el objeto de *leasing*

sino que sólo eroga una parte (o ninguna) y el resto las cancela en cuotas. Paralelamente el vendedor, toma el bien en *leasing* mediante la estipulación de cánones periódicos.

La primera respuesta (quizás sólo jurídica) que se plantea es que no existen inconvenientes en que el dador (comprador) celebre un retro-*leasing*, aun cuando no haya erogado la totalidad del precio de la compraventa.

Si es dueño de la cosa (aun cuando no haya cancelado todo el saldo de precio) podrá dar en *leasing*; como así también podrá alquilar el activo o celebrar otros contratos en los que transfiera el uso.

## **2. *Leasing* circular**

Sin embargo, la cuestión reside en aspectos económicos o financieros de la figura, ya que esta modalidad puede engendrar una *operación circular*, que en algunos supuestos podría perjudicar a terceros de buena fe.

Ello así, pues si esta modalidad contractual tuvo como única finalidad la de sustraer temporalmente del patrimonio del tomador un determinado activo, aprovechando el beneficio de la limitación de la responsabilidad del artículo 17 de la Ley 25.248, dicha maniobra será ilícita, pues será en fraude a la ley y al principio de que el patrimonio es garantía común de los acreedores (artículo 505 del Código Civil).

Un ejemplo de operación simétricamente circular es el siguiente: el vendedor (tomador) transfiere el activo en diez cuotas mensuales de un peso y el comprador (dador) otorga un *leasing*, también, en diez cuotas mensuales de un peso, ambos con vencimiento similar. Una lectura económica y financiera de este acto jurídico nos indica que económicamente no hay movimiento patrimonial, pues cada cuota que el vendedor paga la recibe inmediatamente como dador del *leasing*. Se produce una compensación económica entre las cuotas de la compraventa y el canon del *leasing*.

Financieramente, ni siquiera puede hablarse de un adelanto de fondos, ya que el vendedor (tomador) no recibe fondos líquidos que financiará mediante el *leasing*. No se produce una transformación de activos líquidos en ilíquidos, sino que simplemente se produce —de modo transitorio— la transferencia de la titularidad dominial (aun cuando el vendedor conserva la posibilidad de utilización).

## **3. Otras posibilidades**

Dicha misma operación podría tener algunos elementos que variarían la ecuación económica o financiera del negocio y por ello deberá valorarse espe-

cialmente cada caso en concreto. Así, por ejemplo, puede ocurrir que el comprador (dador) pague el sesenta por ciento del total (v.gr., diez pesos) en efectivo y el resto financiado en cuatro cuotas de un peso cada una y el tomador (vendedor) tome un *leasing* por diez cuotas de un peso.

En este caso, el negocio financiero sólo se circunscribirá a seis pesos y la devolución comenzará luego de que venzan las cuatro primeras cuotas de la compraventa y del *leasing* finalicen (y por ello dejen de compensarse).

Estos simples y elementales ejemplos no agotan todas las posibilidades, sino que muestran cómo el sustrato financiero y de garantía del negocio debe ser tenido especialmente en cuenta a la hora de desarrollar jurídicamente las diversas pautas del contrato de *leasing*.

Así, este aspecto deberá ser especialmente estudiado por los analistas financieros para determinar cuál será el desembolso financiero efectivamente llevado a cabo. En fin, puede suceder que las cuotas que el comprador (dador) haya asumido sean significativamente mayores que el canon de *leasing* que el tomador (vendedor) deberá pagar. O, incluso, podrían advertirse múltiples posibilidades mixtas.

#### **4. Interpretación**

Admitido entonces que en algunos casos puede existir una doble financiación (de la compra-venta y del *leasing*), toda interpretación que se realice del negocio jurídico, deberá respetar la conexidad contractual a la que hemos hecho alusión. En efecto, si alguno de ambos contratos sufre alguna contingencia (v.gr., nulidad, resolución por incumplimiento, etc.), dichos efectos deberán valorarse con una noción de contexto y no de manera individual.

Así, por ejemplo, parece razonable entender que la nulidad de la compraventa (o del *leasing*) debe afectar necesariamente a ambos negocios jurídicos, pues el *sale and lease back* sólo se concibe como un contrato complejo que tiene en cuenta la validez necesaria de la compraventa.

De otro lado, si el comprador (dador) incumple en el pago de las cuotas, parece poco razonable que —paralelamente— puede reclamar el pago de los cánones locativos impagos. Es claro que el tomador (vendedor) tendrá el derecho a excepcionarse sea mediante *exceptio non adimpleti contractus* (valorada en un sentido integral) o, al menos, por mala fe o enriquecimiento sin causa. Deberá valorarse cuidadosamente esta situación, siempre teniendo en cuenta que no parece coherente ni justo que el tomador pueda beneficiarse con su propio incumplimiento.

## XI. COMPARACIÓN DEL *LEASE BACK* CON OTRAS FORMAS DE GARANTÍA

### 1. Importancia

La verdadera utilidad de una figura o, mejor, sus ventajas con respecto a otras, sólo se puede conocer efectuando un análisis comparativo con otros institutos que tengan una finalidad económica similar.

Naturalmente, el *lease back* y las otras variantes de *leasing* se relacionan directamente con la prenda y la hipoteca, que son las formas típicas de garantías reales. Es claro que el *leasing* no es una garantía real, ya que en este contrato sólo se transfiere la tenencia del activo con la posibilidad del ejercicio de la opción de compra y la cancelación del precio, en que nace la obligación de transferir el dominio.

### 2. Prenda

Con relación a la prenda, la referencia comparativa obligada debe ser al esquema extrajudicial previsto por el artículo 39, dec. de la Ley 15.348/46, texto ordenado según dec. 897/95, de prenda con registro (LPR). Básicamente este dispositivo señala que cuando el acreedor sea el Estado, sus reparticiones autárquicas, un banco, una entidad financiera autorizada por el Banco Central de la República Argentina o una institución bancaria o financiera de carácter internacional, sin que tales instituciones deban obtener autorización previa alguna ni establecer domicilio en el país, ante la presentación del certificado prendario, el juez ordenará el secuestro de los bienes y su entrega al acreedor, sin que el deudor pueda promover recurso alguno. El acreedor procederá a la venta de los objetos prendados, en la forma prevista por el artículo 585 del Código de Comercio, sin perjuicio de que el deudor pueda ejercitar, en juicio ordinario, los derechos que tenga que reclamar al acreedor. El trámite de la venta extrajudicial preceptuado en este artículo no se suspenderá por embargo de bienes ni por concurso, incapacidad o muerte del deudor.

Básicamente el *sale and lease back* tiene varias ventajas sustanciales que surgen a la vista:

- i) El **ámbito subjetivo** del *leasing* es más amplio, ya que no se limita a las personas taxativamente enumeradas por el artículo 39 de la LPR, sino que es sumamente amplio. Todo acreedor (léase, dador) puede celebrar contrato de *leasing* (y por ello, también un *lease back*). Esta ventaja permitiría que ciertos sujetos vinculados al sistema financiero, pero que no constituyen entidades financieras u otros entes autoriza-

dos para tal fin, puedan utilizar esta eficaz forma de financiamiento. Adicionalmente, esta permisión permite que terceros utilicen formas de financiamiento más seguras, con la reducción consecuente de los costos de transacción y riesgos que importa toda dación de crédito.

- ii) La LPR, pese a establecer una forma de remate extrajudicial exige algunos requisitos establecidos en el artículo 585, 1.º párr. del Código de Comercio, que señala que en defecto de pago al vencimiento, y cuando no se hubiere pactado un modo especial de enajenación, el acreedor podrá proceder a la venta de las cosas tenidas en prenda, en remate, debidamente anunciado con diez días de anticipación.

En *leasing* (y por ello, también en su variante *lease back*) **dichas previsiones no son necesarias**. No es necesario que se pacte la forma de ejecución, ya que el dador del activo dado en *leasing* sólo recupera la tenencia de algo que le pertenece desde antes del *leasing*.

Por ello, el dador (acreedor) no debe fijar pautas para la venta del bien. Puede hacerlo de la manera que sea conveniente a sus intereses o, bien, si así lo desea puede no enajenar dicho bien. Si nada se hubiera pactado, tampoco es necesaria la venta en remate y menos aún la obligación de anunciarla con diez días de anticipación. El dador puede quedarse con el bien, que —en puridad conceptual— es suyo; *a fortiori*, podrá darle el destino que considere adecuado (*v.gr.*, donarlo).

- iii) Mayoritariamente se ha entendido que en la ejecución privada de la prenda, una vez realizada la subasta de la cosa afectada al gravamen prendario, corresponderá al acreedor ejecutante practicar la correspondiente *liquidación al deudor y rindiendo cuentas*, entendiéndose que deberá realizarse ante el juez que tramitó la acción de secuestro<sup>(57)</sup>.

Ello no ocurre con *lease back*, ya que el acreedor (dador) es el titular del bien y lo único que procura es la restitución del bien y no su ejecución. Por ello, el dador una vez secuestrado el bien dado en *leasing*, no tiene obligación de rendir cuentas. Además, pues la venta privada del bien puede no haber ocurrido ni ocurrir nunca.

- iv) Tratándose de un bien mueble, el acreedor (dador del *lease back*) tiene derecho a obtener el **secuestro inmediato del bien**, demostrando sim-

---

(57) MUGUILLO, Roberto A., *Prenda con registro*, Astrea, Bs. As., 2001, p. 264; ALVO, Sebastián E., *Prenda con registro. Estudio jurídico analítico y comparado*, Depalma, Bs. As., 1966, t. II, p. 666.

plemente haber interpelado por cinco días para la regularización. El trámite termina con la puesta en posesión del bien dado en *leasing*. No es menester trámite posterior. Teniendo en cuenta las ventajas comparativas del *leasing*, el escueto plazo de cinco días para la ejecución extrajudicial no puede interpretarse como una desventaja del contrato de *leasing*.

- v) El artículo 21, 3.º párr. de la Ley 25.248, para evitar equívocos directamente estableció dos disposiciones de corte procesal que no están en la LPR, que son que el juicio ejecutivo también puede iniciarse en **contra de los garantes o fiadores del tomador** y que el **domicilio constituido** será el fijado en el contrato.
- vi) La inscripción del contrato de *leasing* tratándose de cosas muebles **se mantiene por diez años**, pudiendo renovarse antes de su vencimiento, por rogatoria del dador u orden judicial (artículo 8, *in fine*, de la Ley 25.248). Por el contrario, el artículo 23 de la LPR, establece que el privilegio del acreedor prendario se conserva **no más allá de cinco años** contados desde que la prenda se ha inscripto (vale decir, la inscripción de la prenda caduca a los cinco años, pudiendo reinscribirse por igual término a pedido del interesado).

Vale decir, la vigencia de la inscripción del contrato de *leasing* es el doble de la prevista para la prenda con registro. Debido a que la prenda se constituye justamente para garantizar ciertas formas de financiamiento (fundamentalmente el mutuo), es frecuente que la inscripción de la prenda al momento de la ejecución se encuentre vencida. Dichos riesgos disminuyen con la gran extensión temporal que se le da al *leasing*.

- vii) En caso de quiebra del deudor que ha constituido prenda con registro, el acreedor no podrá continuar con el contrato de mutuo y deberá necesariamente considerarlo resuelto (artículo 128 de la LCQ) e iniciar un concurso especial (artículos 126 y 209 de la LCQ) o esperar a la distribución final (artículo 218 de la LCQ). Además, según alguna posición doctrinaria, el acreedor con derecho a rematar extrajudicialmente tendría derecho al procedimiento previsto por el artículo 23 de la LCQ. Además, deberá erogar honorarios del funcionario sindical (artículo 244 de la LCQ). En ambos casos, el acreedor prendario deberá, al menos, haber solicitado la verificación de créditos (tempestiva —artículo 32 de la LCQ— o tardía —artículo 56 de la LCQ—).

En la quiebra del tomador del *leasing*, dentro de los sesenta días de decretada, el síndico puede optar entre continuar el contrato en

las condiciones pactadas o resolverlo. De todas formas, si el síndico decide resolverlo, el dador no tendrá necesidad de verificación, sino que sólo deberá solicitar la restitución del bien dado en *leasing* <sup>(58)</sup>.

- viii) Cuando el deudor de una garantía prendaria es declarado en concurso preventivo, el acreedor deberá solicitar la verificación (artículo 21, inc. 2, de la LCQ) y continuar la ejecución prendaria ante el juez que corresponda o acceder al procedimiento previsto en el artículo 23 de la LCQ.

En el caso del *leasing* no sólo se permite la continuación del contrato, sino que en caso de que se resuelva, el contrato se considera resuelto de pleno derecho, debiéndose restituir inmediatamente el bien al dador, por el juez del concurso o de la quiebra, a simple petición del dador, con la sola exhibición del contrato inscrito y sin necesidad de trámite o verificación previa.

- ix) En la LPR se admite que el **beneficio de la inembargabilidad** establecida por leyes nacionales o provinciales mantenga su vigencia, aunque se trata de embargos despachados en juicios de ejecución prendaria (salvo cuando la prenda garantice al acreedor el cobro del precio de venta de las cosas afectadas a dicha prenda —artículo 40 de la LPR—); ello, sin embargo, no ocurre en el *leasing*, ya que el dador (acreedor) es el titular del bien y ningún beneficio de inembargabilidad puede articularse en contra de la ejecución.
- x) Otro beneficio del *sale and lease back* está constituido por el régimen de privilegios, ya que el secuestro del bien (que no necesariamente importa su venta) dado en *leasing* no necesariamente impone respetar los privilegios establecidos por las normas pertinentes (civiles, concursales, prendaria, etc.), pues lo único que se procura con el procedimiento previsto en el artículo 20 de la Ley 25.248, es el secuestro de los bienes, ya que el cobro mediante proceso ejecutivo no puede procurar la ejecución de un bien que es de propiedad del dador.

Los gastos de justicia y conservación estarán a cargo del demandado (tomador), aun cuando el acreedor (dador) hubiera adelantado dichos fondos para iniciar las acciones. Los créditos fiscales sobre el bien no deberán ser cancelados al momento del secuestro, aun cuando el dador podrá erogarlos cuando considere conveniente.

---

(58) MOLINA SANDOVAL, *Reflexiones en torno al leasing*, cit., p. 23.

En fin, dado que el secuestro del bien dado en *leasing* sólo procura la restitución de su tenencia, no será necesario arbitrar una planilla a los fines de establecer el orden de prelación de los créditos, ya que la ejecución del *leasing* no implica la apretura de un concurso especial con los bienes que comprende (arg. artículo 34 de la LPR).

- xi) El artículo 36 de la LPR señala que es nula toda convención establecida en el contrato prendario que permita al acreedor **apropiarse de la cosa prendada** fuera del remate judicial o que importe la renuncia del deudor a los trámites de la ejecución en caso de falta de pago, salvo lo dispuesto por el artículo 39. En el *lease back*, al no haberse operado el cambio de titularidad, el acreedor (dador) lo único que hace es retomar la tenencia del bien. Además, la propia ley de *leasing* ha convalidado legalmente el *lease back*.

### 3. Ejecución extrajudicial de la hipoteca

Baste comparar sólo los artículos 52 y siguientes de la Ley 24.441, con el artículo 20 de la Ley 25.248<sup>(59)</sup>, para advertir que el régimen del *leasing* es claramente más beneficioso para el acreedor (dador) que el régimen de ejecu-

---

(59) El artículo 20 de la Ley 25.248, señala: “Cuando el objeto de *leasing* son cosas inmuebles el incumplimiento de la obligación del tomador de pagar el canon da lugar a los siguientes efectos:

a) Si el tomador ha pagado menos de un cuarto (1/4) del monto del total convenido, la mora es automática y el dador puede demandar judicialmente el desalojo. Se debe dar vista por cinco días al tomador, quien puede probar documentalmente el pago de los períodos que se le reclaman o paralizar el trámite, por única vez, mediante el pago de lo adeudado, con más sus intereses y costas. Caso contrario, el juez debe disponer el lanzamiento sin más trámite;

b) Si el tomador ha pagado un cuarto (1/4) o más pero menos de tres cuartas partes (3/4) del canon convenido, la mora es automática; el dador debe intimarlo al pago del o de los períodos adeudados con más sus intereses y el tomador dispone por única vez de un plazo no menor a sesenta (60) días, contados a partir de la recepción de la notificación, para el pago del o de los períodos adeudados con más sus intereses. Pasado ese plazo sin que el pago se verifique, el dador puede demandar el desalojo, de lo que se debe dar vista por cinco (5) días al tomador. Dentro de ese plazo, el tomador puede demostrar el pago de lo reclamado, o paralizar el procedimiento mediante el pago de lo adeudado con más sus intereses y costas, si antes no hubiese recurrido a este procedimiento. Si, según el contrato, el tomador puede hacer ejercicio de la opción, en el mismo plazo puede pagar, además, el precio de ejercicio de esa opción, con sus accesorios contractuales y legales. En caso contrario, el juez debe disponer el lanzamiento sin más trámite;

c) Si el incumplimiento se produce después de haber pagado las tres cuartas partes (3/4) del canon, la mora es automática; el dador debe intimarlo al pago y el tomador tendrá la opción de pagar dentro de los noventa (90) días, contados a partir de la recepción de la notificación de lo adeudado reclamado más sus intereses si antes no hubiere recurrido a ese procedimiento o el precio de ejercicio de la opción de compra que resulte de la aplicación del contrato, a la fecha de

ción extrajudicial de la hipoteca. Con fines didácticos y con fines de simplificar el trámite baste señalar que la ejecución extrajudicial exige puntualmente:

- i) se debe haber convenido expresamente someterse a las disposiciones de la Ley 24.441;
- ii) en caso de mora en el pago del servicio de amortización o intereses de deuda garantizada por un plazo de sesenta días, el acreedor intimará por medio fehaciente para que se pague en un plazo no menor de quince días, advirtiendo al deudor que, de no mediar pago íntegro de la suma intimada, el inmueble será rematado por la vía extrajudicial. En el mismo acto, se le intimará a denunciar el nombre y domicilio de los acreedores privilegiados, embargantes y ocupantes del inmueble hipotecado;
- iii) vencido el plazo de la intimación sin que se hubiera hecho efectivo el pago, el acreedor podrá presentarse ante el juez competente con la letra hipotecaria o los cupones exigibles si éstos hubiesen circulado, y un certificado de dominio del bien gravado, a efectos de verificar el

---

la mora, con sus intereses. Pasado ese plazo sin que el pago se hubiese verificado, el dador puede demandar el desalojo, de lo que debe darse vista al tomador por cinco (5) días, quien sólo puede paralizarlo ejerciendo alguna de las opciones previstas en este inciso, agregándole las costas del proceso;

d) Producido el desalojo, el dador puede reclamar el pago de los períodos de canon adeudados hasta el momento del lanzamiento, con más sus intereses y costas, por la vía ejecutiva. El dador también puede reclamar los daños y perjuicios que resultaren del deterioro anormal de la cosa imputable al tomador por dolo, culpa o negligencia por la vía procesal pertinente.”

Por su parte, el artículo 21 de la Ley 25.248, referido al secuestro y ejecución en caso de muebles, textualmente indica: “Cuando el objeto de *leasing* fuere una cosa mueble, ante la mora del tomador en el pago del canon, el dador puede:

a) Obtener el inmediato secuestro del bien, con la sola presentación del contrato inscripto, y demostrando haber interpelado al tomador otorgándole un plazo no menor de cinco días para la regularización. Producido el secuestro, queda resuelto el contrato. El dador puede promover ejecución por el cobro del canon que se hubiera devengado ordinariamente hasta el período íntegro en que se produjo el secuestro, la cláusula penal pactada en el contrato y sus intereses; todo ello sin perjuicio de la acción del dador por los daños y perjuicios, y la acción del tomador si correspondieren; o

b) Accionar por vía ejecutiva por el cobro del canon no pagado, incluyendo la totalidad del canon pendiente; si así se hubiere convenido, con la sola presentación del contrato inscripto y sus accesorios. En este caso sólo procede el secuestro cuando ha vencido el plazo ordinario del *leasing* sin haberse pagado el canon íntegro y el precio de la opción de compra, o cuando se demuestre sumariamente el peligro en la conservación del bien, debiendo el dador otorgar caución suficiente.

En el juicio ejecutivo previsto en ambos incisos, puede incluirse la ejecución contra los fiadores o garantes del tomador. El domicilio constituido será el fijado en el contrato.”

- estado de ocupación del inmueble y obtener el acreedor, si así lo solicita, la tenencia del mismo;
- iv) el juez dará traslado de la presentación por cinco días al deudor a los efectos de las excepciones previstas en el artículo 64 de la Ley 24.441. El juez ordenará verificar el estado físico y de ocupación, designando a tal fin al escribano que proponga el acreedor. Si de esa diligencia resulta que el inmueble se encuentra ocupado, en el mismo acto se intimará a su desocupación en el plazo de diez días, bajo apercibimiento de lanzamiento por la fuerza pública. El lanzamiento no podrá suspenderse, salvo lo dispuesto en el artículo 64 de la Ley 24.441;
  - v) no verificada en ese plazo la desocupación, sin más trámite se procederá al lanzamiento y se entregará la tenencia al acreedor, hasta la oportunidad prevista en el artículo 63 de la Ley 24.441. A estos fines, el escribano actuante podrá requerir el auxilio de la fuerza pública, allanar domicilio y violentar cerraduras y poner en depósito oneroso los bienes que se encuentren en el inmueble, a costa del deudor. Todo este procedimiento tramitará *in audita parte*, y será de aplicación supletoria lo establecido en los códigos de forma;
  - vi) el acreedor estará facultado para solicitar directamente al Registro de la Propiedad un informe sobre el estado del dominio y gravámenes que afectaren el inmueble hipotecado, con indicación del importe de los créditos, sus titulares y domicilios;
  - vii) asimismo el acreedor podrá: a) solicitar directamente en el registro correspondiente la expedición de un segundo testimonio del título de propiedad del inmueble, con la sola acreditación de ese carácter y a costa del ejecutado; b) requerir la liquidación de las deudas que existan en concepto de expensas de la propiedad horizontal, impuestos, tasas y contribuciones que pesen sobre el inmueble, bajo apercibimiento que de no contarse con dichas liquidaciones en el plazo de diez días hábiles desde la recepción de su solicitud, se podrá subastar el bien como si estuviera libre de deudas. Los reclamos que se dedujeran por aplicación de lo dispuesto anteriormente no afectarán el trámite de remate del bien gravado;
  - viii) verificado el estado del inmueble, el acreedor ordenará por sí, sin intervención judicial, la venta en remate público del inmueble afectado a la garantía, por intermedio del martillero que designe y con las condiciones usuales de plaza. Se deberán publicar avisos durante tres días en el diario oficial y en dos diarios de gran circulación, uno al menos en el lugar de ubicación del inmueble. El último aviso deberá realizarse con una anticipación no mayor de dos días a la fecha fijada para el remate. En el remate estará presente el escribano quien levantará acta;

- ix) la base de la subasta será el monto de la deuda a la fecha de procederse a la venta y los avisos deberán, como mínimo, informar sobre la superficie cubierta, ubicación del inmueble, horario de visitas, estado de la deuda por tasas, impuestos, contribuciones y expensas, día, hora y lugar preciso de realización de la subasta;
- x) el deudor, el propietario y los demás titulares de derechos reales sobre la cosa hipotecada deberán ser notificados de la fecha de la subasta por medio fehaciente con siete días hábiles de anticipación, excluido el día de la subasta;
- xi) realizada la subasta, el acreedor practicará liquidación de lo adeudado según el respectivo contrato y las pautas anteriormente dispuestas, más los gastos correspondientes a la ejecución, los que por todo concepto no podrán superar el tres por ciento del crédito. Procederá a depositar el remanente del precio a la orden del juez competente junto con la correspondiente rendición de cuentas documentada dentro de los cinco días siguientes. El juez dará traslado al deudor de la citada presentación de la acreedora por el término de cinco días a los efectos de la impugnación o aceptación de la liquidación. De no mediar embargos, inhibiciones u otros créditos, y existiendo conformidad entre deudor y acreedor con respecto al remanente, éste podrá entregar directamente a aquél dicho remanente;
- xii) si fracasare el remate por falta de postores, se dispondrá otro reduciendo la base en un veinticinco por ciento. Si tampoco existieren postores se ordenará la venta sin limitación de precio y al mejor postor. No se procederá al cobro de suma alguna en concepto de honorarios por los remates fracasados. Si resultare adquirente el acreedor hipotecario procederá a compensar su crédito.

Como se puede ver, la ejecución del *leasing* inmobiliario, además de ser extrajudicial, tiene ciertas ventajas que redundarán en la rapidez y eficacia en la recuperación (y venta) del inmueble que constituye la garantía del crédito en cuestión. Ello, sencillamente, por una sola razón fundamental: el bien dado en *leasing* se mantiene en propiedad del dador, el que sólo recupera su tenencia.

## XII. EL FIDEICOMISO Y EL *LEASE BACK*

Se ha planteado el interrogante de si el fiduciario puede otorgar un *lease back* sobre los bienes que constituyen el fideicomiso. Una respuesta adecuada a esta cuestión debe tener presente el artículo 17 de la Ley 24441, que señala expresamente que el fiduciario podrá disponer o gravar los bienes fideicomitidos cuando lo requieran los fines del fideicomiso, sin que para ello sea neces-

rio el consentimiento del fiduciante o del beneficiario, a menos que se hubiere pactado lo contrario<sup>(60)</sup>.

Es claro que el contrato de *leasing* no es un acto de disposición en sentido propio, pues no se transfiere el dominio del bien sino la tenencia (y la posibilidad de usarlo). Pero tampoco es un mero acto de administración, pues el *leasing* lleva implícita la posibilidad de ejercer la opción de compra. Esta sola opción puede transformar el acto de administración en disposición, pues quien celebra un *leasing* debe estar autorizado para vender el bien. Ello es importante no sólo en este terreno, sino también en todos los actos de gestión (*v.gr.*, mandato).

Adicionalmente, cabe señalar que el *lease back* es un acto de garantía que si bien no tiene las características de las garantías reales, responde a muchos de sus parámetros. Sobre todo, teniendo en cuenta que en esta modalidad el titular (deudor) “transfiere” el activo a su acreedor (dador), quien se lo da en *leasing*. Por ello, y el *lease back* importa un acto de disposición *stricto sensu* aun cuando no constituye un “gravar” el bien de *leasing*, cabe señalar que si las partes han pactado la necesidad del fiduciante o beneficiario (o ambos) para disponer o gravar los bienes fideicomitidos, también lo requerirá para celebrar contrato de *leasing*.

Si no se hubiere pactado en este sentido, el fiduciario tendrá libertad y podrá celebrar el *lease back* si los fines del fideicomiso así lo exigen<sup>(61)</sup>. Además, cabe señalar que los fondos que ingresen con motivo del *lease back* tendrán el carácter de fiduciario, atento que ha operado sobre el bien una subrogación en los términos de la Ley de fideicomiso.

### XIII. LEASE BACK DE ACCIONES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

¿Es posible el *lease back* en las acciones de una sociedad anónima? La cuestión no es sencilla, pues existe una serie de valores en juego a determinar en este contrato (entre ellos el social<sup>(62)</sup>). Debe recordarse que el *leasing* es un contrato de arrendamiento con opción de compra: primero es locación y luego compraventa (si es que se ejerce la opción).

---

(60) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Derecho de propiedad fiduciaria. A propósito del régimen de ‘agresión’ y ‘protección’ del fideicomiso en el derecho argentino, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, diciembre de 2004, Madrid, España, p. 57.

(61) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., “Propiedad fiduciaria de participaciones societarias. Aplicaciones y tendencias”, *Foro de Derecho Mercantil. Revista Internacional (Legis Editores)*, n.º 5, octubre/diciembre de 2004, Bogotá, Colombia, p. 30.

(62) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *El difícil contorno del interés social*, ED, ejemplar del 23 de octubre de 2001, p. 1.

Por ello, el verdadero *quid* de la cuestión consiste en analizar si las acciones pueden ser dadas en locación. Es claro que la venta de voto ha sido mirada con claro disfavor por la doctrina y jurisprudencia desde antaño; puede interpretarse, entonces, que el “alquiler” del voto, en esencia, es una venta, ya que el voto sólo puede ejercerse en una determinada asamblea y para una determinada decisión. Luego, si “alquilo” la posibilidad de votar, en realidad estoy vendiendo el voto en una asamblea determinada.

De otro lado, no se comprende cómo una acción puede ser dada en “usufructo” (artículo 218 de la LSC) <sup>(63)</sup> que incluye su uso y goce <sup>(64)</sup> (y que puede ser gratuito u oneroso —artículos 2813 y 2814 del Código Civil—) y no puede ser dada en locación. El usufructo es un derecho real (artículo 2807 del Código Civil); la locación es sólo personal (y por ello no necesariamente oponible a los restantes socios). Pero la cuestión de la oponibilidad es sólo un aspecto (menor y si se quiere consecuencial) de la cuestión, pues eventualmente la locación puede complementarse con un contrato de mandato o con otra alternativa que garantice el respecto del negocio ideado.

Paralelamente, ciertas locaciones incluyen también la posibilidad de percibir sus frutos (*v.gr.*, desde alquiler de un local que puede ser sub-locado hasta la locación de un fondo de comercio). *A fortiori*, podrá pactarse expresamente la forma de percibir los dividendos societarios, los que podrán ser percibidos en su totalidad por el locatario durante el tiempo que dure la locación.

Por ello, para determinarse si es posible la celebración de un *lease back* sobre acciones de una sociedad anónima deberá resolverse la posibilidad de su locación. Si la locación se entendiera como un negocio posible y lícito (lo que pareciera lógico), ningún inconveniente existe en que se constituya esta modalidad de *leasing*. Aun más: esta modalidad puede significar un gran vehículo a los fines de garantizar alguna acreencia con las participaciones societarias, pero —paralelamente— no perder el control de la sociedad.

---

(63) MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Régimen societario. Parte general*, Lexis-Nexis, Bs. As., 2004, t. II, p. 467.

(64) En el régimen del Código de Comercio la situación no había sido prevista (RICHARD, Efraín Hugo, *Derechos patrimoniales de los accionistas (La acción en la teoría de los títulos valores)*, Lerner, Córdoba, 1970, p. 250; AZTIRIA, Enrique, *Usufructo de acciones de sociedades anónimas*, Tipográfica Editora Argentina, Bs. As., 1956, p. 75). En el derecho comparado el tema fue ampliamente debatido (PEDROL, Antonio, “La Anónima Actual y la sindicación de acciones”, *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1969, p. 375).

---

# JURISPRUDENCIA

---

**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**

*(TJCE, Gran Sala, Sentencia de 5 de octubre de 2004- Asunto C-442/02:  
Caixa Bank France)*

FRANCISCO JAVIER ARAMENDIA GURREA

*Abogado*

*Profesor de Derecho Internacional Privado, UCM*

SENTENCIA

1. La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación del artículo 43 de la CE.

**Marco jurídico nacional**

2. Con arreglo al artículo L.312-3 del *codé monétaire et financier* (Código monetario y financiero francés), en su versión aplicable al caso de autos:

“A menos que se disponga otra cosa, se prohíbe a toda entidad de crédito que reciba del público fondos depositados en cuentas

corrientes o a menos de cinco años abonar por ellos, del modo que sea, una remuneración superior a la fijada (por Reglamento del Comité de regulación bancaria y financiera o) por el Ministro de Economía.”

3. El Reglamento n.º 86-13 del Comité de regulación bancaria y financiera, aprobado por Orden del Ministro de Economía, de 14 de mayo de 1986 (JORF de 15 de mayo de 1986, p. 6330), prohíbe remunerar las cuentas corrientes.

4. Dicha prohibición se aplica a las cuentas denominadas en euros abiertas por personas que residan en Francia, independientemente de su nacionalidad.

*RDBB núm. 99 | Julio-Septiembre 2005*

**Litigio principal y cuestiones prejudiciales**

5. Desde el 18 de febrero de 2002, Caixa Bank France (en lo sucesivo "Caixa Bank"), sociedad francesa con domicilio social en Francia y filial de Caixa Holding, sociedad española con domicilio social en España que posee las participaciones del grupo Caixa en las entidades de crédito establecidas con este nombre en España y en otros países de la Unión Europea, comercializa en Francia una cuenta corriente remunerada con un interés del 2% anual a partir de un saldo activo de 1.500 euros. Mediante decisión de la Comisión Bancaria y Financiera de 16 de abril de 2002, por una parte se prohibió a Caixa Bank que celebrara nuevos contratos de apertura de cuentas corrientes remuneradas denominadas en euros con personas residentes en Francia, y por otra se le instó a que denunciara las cláusulas de los contratos ya celebrados que establecían la remuneración de dichas cuentas.

6. Caixa Bank France interpuso un recurso de casación contra esta decisión ante el Conseil d'État, que decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia las siguientes cuestiones prejudiciales:

"1) Dado el silencio normativo de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, ¿constituye una restricción a la libertad de establecimiento la prohibición de remunerar las cuentas corrientes y otros fondos reembolsables impuesta por un Estado miembro a las entidades de crédito de otro Estado miembro lícitamente establecidas en su territorio?

2) En caso de respuesta afirmativa a la primera cuestión, ¿cuál es la naturaleza de las razones de interés general que podrían, en su caso, invocarse para justificar tal restricción?"

**Sobre las cuestiones prejudiciales**

7. En primer lugar, procede señalar que la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Eu-

ropeo y del Consejo, de 2000, relativa al acceso a las entidades de crédito y a la actividad de las entidades de crédito (L 126, p. 1), no es aplicable al asunto principal, y esta Directiva no contiene disposiciones que prohíban, como Caixa Bank, ejercer el establecimiento en un Estado miembro filiales de entidades de crédito establecidas en otros Estados miembros.

8. Mediante sus cuestiones prejudiciales remitidas al Tribunal de Justicia, concretamente, si el artículo 43 de la Directiva 2000/12/CE, en la normativa de un Estado miembro, prohíbe a una entidad de crédito de otro Estado miembro remunerar las cuentas corrientes denominadas en euros, abiertas por personas físicas en un Estado miembro.

9. El derecho de establecimiento previsto en el artículo 43 de la Directiva 2000/12/CE, con el artículo 48 de la Constitución, se aplica tanto a las personas físicas como a las personas jurídicas de un Estado miembro como a las personas físicas y jurídicas de otro Estado miembro. Comprende, sin perjuicio de las excepciones y requisitos previstos en el artículo 48 de la Directiva, el acceso en el territorio de un Estado miembro a toda clase de servicios de cuenta propia y su ejercicio, la constitución y gestión de sucursales, la apertura de agencias, sucursales o filiales. En particular, la sentencia de 1999, Pfeiffer, C-255/98 (apartado 18).

10. En virtud de lo previsto en el artículo 43 de la Directiva 2000/12/CE, la prestación de servicios por una sociedad como Caixa Bank en un Estado miembro da por el Derecho comunitario.

11. El artículo 43 de la Directiva 2000/12/CE prohíbe la restricción de establecimiento. Deben eliminarse las restricciones de esta índole que prohíban, obstaculicen o limiten el ejercicio de actividades de interés general (véanse, en particular, la sentencia de 1995, C-280/94, de noviembre de 1995, Rec. p. I-4165, apartado 18).

de 2001, Mac Quen y otros, C-108/96, Rec. p. I-837, apartado 26, y de 17 de octubre de 2002, Payroll y otros, C-79/01, Rec. p. I-8923, apartado 26).

12. La prohibición de remunerar las cuentas corrientes establecida en la normativa francesa constituye para las sociedades de Estados miembros distintos de la República Francesa un obstáculo importante para el ejercicio de sus actividades por medio de una filial en este último Estado, que afecta a su acceso al mercado. En consecuencia, dicha prohibición constituye una restricción a efectos del artículo 43 de la CE.

13. En efecto, dicha prohibición obstaculiza la captación de fondos del público por parte de las entidades de crédito, filiales de sociedades extranjeras, al privarlas de la posibilidad de competir de forma más eficaz, mediante la remuneración de las cuentas corrientes, con las entidades de crédito tradicionalmente implantadas en el Estado miembro de establecimiento, dotadas de una extensa red de agencias y que disponen por tanto de mayores facilidades que dichas filiales para captar fondos del público.

14. En efecto, cuando unas entidades de crédito, filiales de una sociedad extranjera, intentan introducirse en el mercado de un Estado miembro, competir por medio del tipo de interés con que se remuneran las cuentas corrientes constituye uno de los métodos más eficaces para ello. Por consiguiente, una prohibición de esta índole hace más difícil el acceso al mercado de estas entidades.

15. Aunque en la vista el Gobierno francés ha afirmado que existen ciertos tipos de cuentas comparables a las cuentas corrientes, como las cuentas a plazo de 15 días, a las que no afecta la prohibición de remuneración y que han contribuido a que entidades de crédito como Caixa Bank puedan competir con las entidades de crédito francesas en la captación de fondos del público y aumentar sus cuotas de mercado en Francia, este mismo Gobierno ha reconocido sin embargo que, a diferencia de las

cuentas corrientes, tales cuentas no permiten la utilización de tarjetas bancarias o de cheques. Por tanto, la prohibición controvertida supone un obstáculo para las entidades de crédito como Caixa Bank en su actividad de captación de fondos del público, obstáculo que la existencia de otros tipos de cuentas en las que se remuneran los depósitos no puede eliminar.

16. La restricción del ejercicio y desarrollo de las actividades de dichas filiales causada por la prohibición controvertida resulta especialmente importante si se tiene en cuenta que la recepción de depósitos del público y la concesión de créditos representan las actividades básicas de las entidades de crédito (véanse en este sentido, en particular, el artículo 1, apartado 1, y el anexo I de la Directiva 2000/12).

17. Conforme a reiterada jurisprudencia, cuando una medida de esta índole se aplica a cualquier persona o empresa que ejerza una actividad en el territorio del Estado miembro de acogida, como sucede en el asunto principal, puede estar justificada si responde a razones imperiosas de interés general, siempre que sea adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y no vaya más allá de lo necesario para alcanzarlo (véanse, en particular, las sentencias de 4 de julio de 2000, Haim, C-424/97, Rec. p. I-5123, apartado 57; Mac Quen y otros, antes citada, apartado 26, y de 15 de enero de 2002, Comisión/Italia, C-439/99, Rec. p. I-305, apartado 23).

18. En consecuencia, es preciso averiguar si los motivos invocados por el Gobierno francés responden a estos criterios.

19. Con el fin de justificar la restricción de la libertad de establecimiento derivada de la disposición controvertida, el Gobierno francés ha invocado la protección de los consumidores y el fomento del ahorro a medio y largo plazo.

20. En primer lugar, ha alegado que la prohibición que se discute en el litigio principal es necesaria para mantener la gratuidad de los servicios bancarios básicos. La

introducción de la remuneración de las cuentas corrientes aumentaría sustancialmente las cargas de explotación soportadas por los bancos, que, para compensarlas, incrementarían las facturaciones y fijarían tarifas para los distintos servicios bancarios que en la actualidad se prestan con carácter gratuito, como, en particular, la emisión de cheques.

21. No obstante, procede señalar que, si bien es cierto que la protección de los consumidores figura entre las exigencias imperativas que pueden justificar restricciones a una libertad fundamental garantizada por el Tratado de la CE, la prohibición controvertida constituye una medida que, aun suponiendo que presente en definitiva ciertas ventajas para el consumidor, va más allá de lo necesario para alcanzar dicho objetivo.

22. En efecto, aun suponiendo que la supresión de la prohibición de remunerar las cuentas corrientes conlleve inevitablemente para el consumidor un aumento del coste de los servicios bancarios básicos o una facturación de los cheques, podría preverse que el consumidor tuviese la posibilidad de optar, bien por una cuenta corriente no remunerada y el mantenimiento de la gratuidad de ciertos servicios bancarios básicos, bien por una cuenta corriente remunerada y la facultad de la entidad de crédito de cobrar servicios bancarios prestados hasta entonces gratuitamente, como la emisión de cheques.

23. En cuanto al afán de las autoridades francesas por fomentar el ahorro a largo

plazo, procede señalar la prohibición de remunerar lo puede ciertamente fomento y largo plazo, no de lo que va más allá de lo que se persigue con este objetivo.

24. Habida cuenta de las cuestiones anteriores, procediendo a las cuestiones prejudiciales planteadas en el artículo 43 de la CE se opondrá al Estado miembro que no sea de crédito, filial de un Estado miembro, remuneración de las cuentas corrientes denominadas "cuentas para residentes del primer

#### Costas

25. Dado que el litigio no es para las partes del litigio principal un litigio de carácter de un incidente principal, sino un litigio de carácter subsidiario, el Tribunal de Justicia no puede resolver sobre el litigio principal, han de resolverse ante el Tribunal de Justicia los litigios que son objeto de reembolso.

En virtud de todo lo anterior, el Tribunal de Justicia (Gran Sala)

El artículo 43 de la CE no impide la remuneración de un Estado miembro de un Estado miembro de otro Estado miembro de cuentas corrientes denominadas "cuentas para residentes del primer miembro."

## COMENTARIO

### SUMARIO

- I. LOS HECHOS.
- II. CONSIDERACIONES JURÍDICAS.
- III. COMENTARIO FINAL.

La sentencia que vamos a comentar se originó a raíz de una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 234 de la CE, por el Conseil d'Etat de Francia, mediante resolución de 6 de noviembre de 2002, registrada en el Tribunal de Justicia el 5 de diciembre de 2002, en el procedimiento entre: Caixa Bank France y el Ministerio de Economía, Finanzas e Industria de la República Francesa.

La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación del artículo 43 de la CE.

#### I. LOS HECHOS

Caixa Bank France (en lo sucesivo CBF), sociedad constituida y con domicilio social en Francia, filial de Caixa Holding, sociedad española, filial a su vez de la "Caixa" de Barcelona, ofreció a raíz de su establecimiento en la República Francesa, en febrero de 2002, como atractivo para conseguir una clientela en aquel país, una cuenta corriente remunerada con un interés al 2% anual, para depósitos a partir de 1.500 euros.

La Comisión Bancaria y Financiera francesa, por decisión de abril del mismo año, prohibió a CBF la apertura de nuevas cuentas corrientes remuneradas, denominadas en euros a personas residentes en Francia, exigiéndole, además, que rescindiera los contratos al respecto ya existentes.

CBF presentó recurso de casación contra esta decisión administrativa ante el Conseil d'Etat, que tomó la decisión de suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia de la CE, las siguientes cuestiones prejudiciales:

1. Dado el silencio normativo de la Directiva 2000/12, de 20 de marzo de 2000 ¿constituye una restricción a la libertad de establecimiento la

prohibición de remunerar las cuentas corrientes y otros depósitos bancarios y de valores, en los Estados miembros, impuesta por un Estado miembro a las cuentas corrientes y de otros depósitos bancarios y de valores de otro Estado miembro, lícitamente establecidas

2. En caso de respuesta afirmativa a la primera cuestión, ¿deberían tenerse en cuenta la naturaleza y la importancia de las razones de interés general que podrían justificarse para justificar tal restricción?

## II. CONSIDERACIONES JURÍDICAS

Como se ha destacado oportunamente por algunos autores, en los tratados fundacionales CEE, no se propusieron la creación de un mercado único o uniforme, sino un mercado común, y, desde la década de los 70, con la primera directiva bancaria, ha ido construyéndose, a través de la reciente 2000/12, de 20 de marzo de 2000, un mercado común de servicios financieros, a los derechos de prestación de servicios transfronterizos y el establecimiento, insertos en los tratados y desarrollados sustancialmente por la jurisprudencia del TJCE, la armonización de las legislaciones nacionales en el ejercicio de la actividad financiera, a través sobre todo de directivas, y la cooperación entre las autoridades de supervisión.

Hay que resaltar también que en la creación de un espacio económico comunitario, ha influido decisivamente el proceso paralelo de integración de los movimientos de capitales y servicios financieros.

Descendiendo al caso que nos ocupa, tenemos, en primer lugar, que el órgano jurisdiccional francés solicita del Tribunal saber si la prohibición de remunerar a la filial en Francia de una sociedad de otro Estado miembro de las cuentas corrientes en euros abiertas en dicho Estado miembro con el artículo 43 de la CE, que dice textualmente que “que las restricciones a la libertad de establecimiento de los nacionales de un Estado miembro en el territorio de otro Estado miembro...”. “La libertad de establecimiento comprenderá el acceso a las actividades no asalariadas de constitución y gestión de empresas y especialmente de sociedades de personas físicas fijadas por la legislación del país de establecimiento de los nacionales”.

---

(1) J.C. FERNÁNDEZ ROZAS, “El Sistema Bancario Español ante el Tribunal de Justicia”, *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, Homenaje a Evelio Verdura, vol. I, 1994, p. 745.

(2) R. ILLESCAS ORTIZ y C. MOREIRA GONZÁLEZ, et alii, *De los Derechos Fundamentales*, Colex, Madrid 2001, vol. I, p. 100.

Por su parte, el artículo 48 de la CE, reza textualmente “Las sociedades constituidas de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentren dentro de la Comunidad, quedarán equiparadas a efectos de aplicación de las disposiciones del presente capítulo a las personas físicas nacionales de los Estados miembros. Por sociedades se entienden las sociedades de Derecho Civil o Mercantil, incluso las Sociedades Cooperativas y las demás personas jurídicas de Derecho público o privado, con excepción de las que no persigan fin lucrativo”.

Como certeramente reconocen algunas sentencias tales como la de 11 de mayo de 1999, Pfeiffer,<sup>(3)</sup> el derecho de establecimiento, incluye el acceso en cualquier otro Estado miembro a toda clase de actividades por cuenta propia y su ejercicio, así como la constitución y gestión de empresas y la apertura de agencias, sucursales o filiales.

Queda pues bien establecido que la actividad de CBF está sujeta al Derecho comunitario.

El Tribunal, por otra parte, no considera necesario analizar la Directiva 2000/12/CF, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, que si bien refunde y actualiza anteriores directivas en especial, la segunda Directiva 89/646, de 15 de diciembre de 1989, confirmando el sistema de autorización y control substancial por el país de origen (el llamado “pasaporte comunitario”) para el ejercicio de la actividad bancaria a lo largo y a lo ancho del mercado único, no contempla las restricciones al establecimiento de sociedades que, como CBF, ejercitan el derecho de establecimiento en un Estado miembro, como filiales de entidades de crédito establecidas en otros Estados miembros.

El artículo 43 de la CE, en su interpretación jurisprudencial<sup>(4)</sup>, requiere taxativamente, la supresión de toda restricción a la libertad de establecimiento, incluyendo todas las trabas legislativas o reglamentarias que obstaculicen o menoscaben el ejercicio de tal libertad. Así pues, la prohibición de remunerar las cuentas corrientes a CBF puede en principio constituir un obstáculo significativo para su introducción y desarrollo en Francia, país en el que existe ya una considerable competencia entre los operadores bancarios. Es obvio, por otra parte, que las entidades ya establecidas y con una red de sucursales amplia, gozan de una ventaja intrínseca que sólo se puede en parte compensar con

(3) Sentencia de 11 de mayo de 1999, Pfeiffer, C-255/97, Rec. p. I-2835, Ap. 18.

(4) Sentencia de 30 de noviembre de 1995, Gebhard, C-55/94, Rec. p. I-4165, Ap. 37, Sentencia de 1 de febrero de 2001, Mac Queen y otros, C-108/96, Rec. p. I-837, Ap. 26 y Sentencia de 17 de octubre de 2002, Payroll y otros, C-79/01, Rec. p. I-8923, Ap. 26.

incentivos a los consumidores, tales como el de la remuneración limitada, de sus saldos en cuenta corriente. Aquí sería oportuno el ejemplo de un banco holandés, bien conocido, que es en nuestro país una muy agresiva campaña de remuneración como arma estratégica para extender su penetración en España.

Por consiguiente, parece claro que la prohibición de remuneración de la banca extranjera de un instrumento compensatorio de inversión, haciendo, en consecuencia, más difícil su acceso al mercado por el miembro, en este caso Francia.

Según el apartado 15 de la sentencia, el Gobierno francés sostiene que existe en Francia la posibilidad de remunerar las cuentas a plazo que han contribuido a que entidades extranjeras como CBF puedan competir en el mercado francés, captando fondos del público y aumentando el tamaño del mercado. El mismo Gobierno reconoció, sin embargo, que tales prácticas tienen carencias significativas que disminuyen su atractivo, como la utilización en cajeros automáticos o su disposición por medio de tarjetas que es muy significativo en Francia, en donde, a diferencia de España, se ha extendido la práctica de emisión de cheques en pago de transacciones corrientes o habituales. No es necesario insistir en la trascendencia que esta práctica bancaria representa la recepción de depósitos del público, que es substancial para la subsiguiente concesión de créditos<sup>(5)</sup>.

Queda pues, a nuestro juicio, bien establecido que la prohibición de remunerar las cuentas corrientes, constituye, y así lo manifiesta la CE, una restricción a la libertad de establecimiento regulada por la CE, incluyendo "todas las medidas que prohíban, o limiten, o dificulten, o menos interesante el ejercicio de dicha libertad, según consta en la sentencia del tribunal".

Ahora bien, no toda restricción u obstáculo a la libertad de establecimiento se entiende eliminada y rechazable, *per se*, sino que puede ser justificada, según reiterada jurisprudencia del TSCE<sup>(6)</sup> cuatro requisitos: que de manera no discriminatoria, que esté justificada por un interés general, que sea adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y que no vaya más allá de lo necesario para alcanzar el objetivo.

---

(5) Directiva 2000/12 CE, de 20 de marzo de 2000, Ap. 1, Anexo I, de mayo de 2000.

(6) Sentencia de 4 de julio de 2000, Haim, C-424/97, Rec. p. I-4249, Queen y otros, antes citada, Ap. 26, y Sentencia de 15 de enero de 2000, C-439/99, Rec. p. I-305, Ap. 23.

Por lo tanto, es preciso analizar, y así lo hace la Sentencia que comentamos, si la restricción detectada en Francia se ajusta a los estrictos baremos exigidos por el TJCE.

No existen dudas de que la citada prohibición de remunerar las cuentas corrientes se aplica de manera no discriminada, puesto que afecta por igual a empresas nacionales y extranjeras.

Respecto, por el contrario, a que la prohibición se justifique por razones imperiosas de interés general, no hay problema en admitir que la protección de los consumidores y el fomento del ahorro a medio y largo plazo, son objetivos de interés general<sup>(7)</sup> que ampararían una excepción a la libertad de establecimiento.

El Gobierno francés argumenta, certeramente, que la remuneración de las cuentas corrientes aumentaría, substancialmente, las cargas de explotación de las entidades bancarias, propiciando, por tanto, el que trataran de compensarlas imponiendo comisiones por los servicios bancarios, básicamente por el uso de cajeros automáticos, emisión de cheques, tarjetas de débito, etc.

En cuanto al fomento del ahorro, remunerando únicamente las cuentas a plazo, parece un propósito loable, habida cuenta de las políticas macro y microeconómicas de exaltación de la necesidad de tal práctica.

Parece pues que las medidas restrictivas francesas reunirían los tres primeros requisitos arriba enumerados, puesto que amén de no ser discriminatorias y tener una finalidad de interés general, podrían considerarse, en principio, como adecuadas para alcanzar los objetivos propuestos.

Sin embargo, el problema surge en su proporcionalidad, o, en otras palabras, en que no vayan más allá de lo necesario para conseguir tales metas legítimas.

En este punto, el de la proporcionalidad, es donde el TJCE no está de acuerdo con el Gobierno francés. Así, en el apartado 20 de la sentencia, se nos indica que "aun suponiendo que la prohibición controvertida, presente ciertas ventajas para el consumidor, va más allá de lo necesario para alcanzar dicho objetivo".

El apartado 22 de la Sentencia nos da la clave de tal falta de proporción, al tomar una medida restrictiva demasiado drástica: "En efecto, aun suponiendo que la supresión de la prohibición de remunerar las cuentas corrientes conlleve inevitablemente para el consumidor un aumento del coste de los servicios bancarios básicos o una facturación de los cheques, *podría preverse que el consu-*

(7) Ditto 6.



Prosigue el juzgador en su apartado 46 diciendo que "el particular que recibe llamadas de improviso, no puede informarse sobre los riesgos inherentes a la naturaleza de las operaciones que se le proponen ni comparar la calidad y el precio de los servicios del solicitante, con las ofertas de los competidores. El mercado de futuros sobre mercancías es muy especulativo y apenas comprensible por los inversores poco experimentados, por lo que es necesario evitar que queden expuestos a las formas de venta a domicilio más agresivas".

Ciñéndonos al punto relevante de la proporcionalidad de las medidas de prohibición, que como vimos en el caso de CBF, han sido consideradas como exorbitantes y que van más allá de lo necesario para proteger a los consumidores, el TJCE distingue, en el caso Alpine, que la restricción afecta sólo a la relación con clientes potenciales, pero no con clientes ya existentes, quienes han tenido la posibilidad de dar consentimiento por escrito a nuevas comunicaciones vía telefónica (ap. 54).

Por otra parte, y abundando en el mismo tema de evitar llamadas de improviso y sin la necesaria preparación y reflexión, aclara también el tribunal que "la prohibición de las llamadas telefónicas no solicitadas queda limitada a un mercado en el que se ha podido comprobar la existencia de abusos en el pasado, cual es el de los contratos de futuros sobre mercancías" (ap. 56).

### III. COMENTARIO FINAL

Como apunte postrero y a guisa de conclusión, tenemos que emitir un juicio positivo sobre el resultado de la sentencia ya que, por una parte, reafirma los criterios bien establecidos por la jurisprudencia de interpretar de manera restrictiva toda limitación al derecho fundamental de establecimiento comunitario, exigiendo una clara demostración del interés público que la ampara y resaltando, además, la necesaria proporcionalidad, recortando a los justos términos su aplicación y buscando soluciones alternativas, lo menos drásticas y traumáticas posibles.

Desde el punto de vista de la realidad económica, la solución judicial contribuye indudablemente a reforzar la competencia entre los diversos operadores financieros comunitarios, en beneficio de mercados y consumidores de servicios financieros.

# COMERCIO ELECTRÓNICO Y TARJETAS DE PAGO

*(Comentario a las Sentencias de la AP de Cáceres de 28 de enero de 2004  
y de la AP de Barcelona de 22 de diciembre de 2004)*

MARÍA GÓMEZ MENDOZA

*Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

*Sentencia de la AP de Cáceres de 28 de enero de 2004 (\*)*

## FUNDAMENTOS JURÍDICOS

**Primero.**—Frente a la Sentencia de fecha 18 de noviembre de 2003, dictada por el Juzgado de Primera Instancia Número Dos de los de Plasencia en los autos de Juicio Ordinario seguidos con el número 236/2003, conforme a la cual, con desestimación de la Demanda presentada por “Banco Santander Central Hispano, SA” contra D. Rodrigo, se absuelve al demandado de los pedidos de la Demanda, con imposición de las costas procesales al demandante, se alza la parte apelante —demandante, “Banco Santander Central Hispano, SA”— alegando, básicamente y en esencia, como motivos del Recurso, los dos siguientes: en primer término, error en la valoración de la prueba,

y, en segundo lugar, que, con la desestimación de la pretensión ejercitada en la demanda, se produce una situación de enriquecimiento injusto del demandado. En sentido inverso, la parte apelada —demandado, D. Rodrigo— se ha opuesto al Recurso de Apelación interpuesto, interesando su desestimación y la confirmación de la Sentencia recurrida.

Con carácter preliminar y, al objeto de concretar el objeto del Recurso, debemos indicar que, si bien la parte apelante invoca en el Escrito de Interposición del mismo cuatro Alegaciones convenientemente separadas, la primera de ellas simplemente esboza, a modo de antecedente, la pretensión ejercitada en la Demanda y los razonamien-

(\*) Ponente: Excmo. Sr. D. Antonio María González Floriano.

tos jurídicos en los que la Sentencia recurrida apoya la decisión adoptada, en tanto que la segunda y la cuarta inciden sobre el primero de los motivos apuntados (error en la valoración de la prueba), para, finalmente, esgrimir, en la tercera de ellas, la situación de enriquecimiento injusto que se genera —según el criterio de la indicada parte— con la desestimación de la Demanda; y, sin perjuicio del análisis que se efectuará a continuación, la cuarta de las alegaciones —como también la tercera— se encuentran en función de la segunda que, a su vez, se apoya en la aseveración de que la pretensión deducida en la Demanda tendría su fundamento en un incumplimiento contractual (no extracontractual) imputable al demandado, de modo que, si del análisis de la segunda de las alegaciones del Recurso se concluyera en que no ha existido incumplimiento contractual, aquellas alegaciones (es decir, la tercera y la cuarta), sin mayores consideraciones, habrán de ser desestimadas sin más.

**Segundo.**—Pues bien, centrado el Recurso en los términos que, de manera sucinta, han quedado expuestos en el Fundamento Jurídico anterior y, examinadas las alegaciones que lo conforman, el primero de los motivos en el que aquél se sustenta denuncia —como hemos anticipado— el supuesto error en la valoración de la prueba en el que habría incurrido el Juzgado *a quo* y que habría conducido a la decisión adoptada en la Sentencia recurrida. En relación con el indicado motivo, este Tribunal viene estableciendo, de forma constante y en términos generales, que la circunstancia de que, entre las partes contendientes, existan posturas contrapuestas o contradictorias en orden a la cuestión litigiosa que, en concreto, se suscite no supone necesariamente un impedimento insuperable para que aquella cuestión pueda dirimirse con el suficiente criterio si se practican pruebas que, mediante una exégesis valorativa lógica, permitan llegar a una convicción objetivamente razonada; de manera que, si la prueba practicada en el Procedimiento se pondera por el Juez *a quo*

de forma racional y asépticamente, sin que pugne con normas que impongan un concreto efecto para un determinado medio de prueba, llegando a una conclusión razonable y correcta, tal valoración debe mantenerse y no sustituirse por la subjetiva de quien impugna la expresada valoración. Ciertamente, con la entrada en vigor de la Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000, de 7 de enero, la misma inmediatez ostenta el Tribunal de Primera Instancia que el Tribunal de Apelación por cuanto que, a través del soporte audiovisual donde se recogen y documentan todas las actuaciones practicadas en el acto del Juicio (incluyéndose, evidentemente, la fase probatoria), el Órgano Jurisdiccional de Segunda Instancia puede apreciar de viso propio no sólo el contenido de las distintas pruebas que se practiquen, sino también la actitud de quienes intervienen y la razón de ciencia o de conocer que expresan (partes, testigos o peritos) al efecto de examinar si esas pruebas se han valorado o no correctamente, mas no debe olvidarse que la actividad valorativa del Órgano Jurisdiccional se configura como esencialmente objetiva, lo que no sucede con la de las partes que, por lo general y hasta con una cierta lógica, aparece con tintes parciales y subjetivos.

En realidad y, con el máximo rigor, toda la controversia litigiosa sustantiva constituye una problemática que afecta única y exclusivamente a la valoración de la prueba y a la aplicación de las normas sobre la carga de la prueba, extremo este último donde opera el artículo 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, precepto que, en sus apartados 2 y 3, establece que corresponde al actor y al demandado reconviniente la carga de probar la certeza de los hechos de los que ordinariamente se desprenda, según las normas jurídicas a ellos aplicables, el efecto jurídico correspondiente a las pretensiones de la Demanda y de la Reconvencción, e incumbe al demandado y al actor reconvenido la carga de probar los hechos que, conforme a las normas que les sean aplicables, impidan, extingan o enerven la eficacia jurídica de los hechos a que se refiere el apartado

anterior; lo cual significa que corresponde a la parte actora acreditar los hechos constitutivos del derecho cuyo reconocimiento y protección invoca y, a la parte demandada, los impeditivos o extintivos del mismo, sin que deba desconocerse, por un lado, que, conforme al apartado 1 del referido precepto, si al tiempo de dictar Sentencia el Tribunal considera dudosos unos hechos relevantes para la decisión, habrá de desestimar las pretensiones del actor o del reconviniente o del demandado o reconvenido según corresponda a unos u otros la carga de probar los hechos que permanezcan inciertos y fundamenten las pretensiones, y, por otro que, a tenor del apartado 6 del tan repetido artículo, para la aplicación de lo dispuesto en los apartados anteriores, el Tribunal deberá tener presente la disponibilidad y facilidad probatoria que corresponda a cada una de las partes del litigio.

A la luz de las consideraciones preliminares que se acaban de significar, este Tribunal comparte la hermenéutica apreciativa desarrollada por el Juez *a quo* en la Sentencia recurrida, que descansa en una valoración lógica y racional de las pruebas practicadas en el Procedimiento, de modo que la mera remisión a los razonamientos jurídicos expuestos en la indicada Resolución serían suficientes para desestimar el motivo del Recurso que se examina. El Juzgado *a quo* ha analizado de manera detallada y pormenorizada la prueba practicada en el Procedimiento de forma conjunta, en una exégesis apreciativa razonada y razonable, llegando a una decisión absolutamente correcta, que objetivamente se corresponde con los resultados de las pruebas practicadas y con las reglas generales que, sobre la carga de la prueba, establece el artículo 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil. De esta manera, insistir en el análisis de dichas pruebas no supondría más que redundar innecesariamente sobre las mismas cuestiones para llegar indefectiblemente a conclusiones idénticas a aquellas que recoge la Sentencia recurrida.

**Tercero.**—Con los antecedentes expuestos en el Fundamento Jurídico anterior, cabría significar que el motivo del Recurso que examinamos (en la vertiente a la que hace referencia la Alegación Primera del Escrito de Interposición del mismo) se centra en la consideración comprensiva de que la acción ejercitada ostenta naturaleza contractual —no extracontractual— acusándose el error apreciativo respecto del Documento señalado con el número 2 bis de los acompañados a la Demanda. El citado Documento se rubrica como “Anexo a los Contratos de Afiliación a los Programas de Tarjetas de Crédito y Telepago 4B para operaciones de Comercio Electrónico”, en su modalidad de “TPV Virtual”, donde constan unas condiciones radicalmente distintas de aquellas que se establecen en los contratos de los que el Anexo trae causa, es decir, del Contrato de Afiliación al Programa de Tarjetas de Crédito (Documento número 1 de la Demanda) y del Contrato de Afiliación al Programa Telepago 4B y de Instalación del TPV-4B (Documento número 2 de la Demanda), contrato este último que —conforme a sus condiciones— se refiere a la modalidad de “TPV físico”. La Sentencia recurrida, en su Fundamento de Derecho Segundo, alude al Anexo en dos momentos: por un lado, cuando indica —y citamos literal— que “así se desprende de la prueba practicada en el acto del Juicio, evidenciándose por consiguiente una manifiesta contradicción entre los propios documentos aportados por el Banco con la demanda justificativos de su pretensión, puesto que el Contrato de Afiliación al Programa de Tarjetas de Crédito y Contrato de Afiliación al Programa Telepago 4B y de instalación del TPV-4B contemplan obligaciones totalmente distintas al Anexo que se incorpora como documento 2 bis, que además resulta de difícil lectura dado el estado de la copia” (apreciación que resulta absolutamente correcta, a criterio de esta Sala), y, por otro, cuando se razona que “el banco no formalizó contratos de préstamos con el cliente ni puede la relación con-

tractual incardinarse en la figura del contrato bancario de descuento, ni es dable exigir una suerte de responsabilidad objetiva al comercio en caso de utilización fraudulenta de la tarjeta, como hace expresamente el Anexo aportado (...) —afirmación que, en lo esencial, también comparte este Tribunal—; no obstante, en el caso de que fuera dable dotar de plena eficacia probatoria al Anexo y a las condiciones que recoge, resulta indudable que la Demanda habría de ser necesariamente estimada con fundamento en el incumplimiento contractual que la entidad actora imputa al demandado, conforme a las condiciones o estipulaciones 7 y 8 del referido documento. Ahora bien, el Documento 2 bis de los acompañados a la Demanda (el tan repetido Anexo) se ha aportado mediante copia que sólo parcialmente es legible y resulta ilegible, además, en aspectos sustanciales de las condiciones o estipulaciones 7 y 8 en las que la entidad actora basa el incumplimiento contractual que imputa al demandado; en segundo lugar, el Anexo establece unas condiciones y estipulaciones radicalmente distintas de las que se recogen en los contratos de los que trae causa —como ya se ha tenido la oportunidad de significar—, y, finalmente, tanto el contenido del documento, como, sobre todo, la firma obrante en el lugar destinado a “por el establecimiento” han sido expresamente impugnados por la parte demandada que niega la suscripción del mismo. Con estas circunstancias, se hacía imprescindible acreditar la legitimidad de la firma estampada en el documento de referencia para que el contenido del mismo pudiera surtir la necesaria eficacia probatoria, lo que, sin embargo, no se ha verificado.

En efecto, por Providencia de fecha 15 de septiembre de 2003, el Juzgado *a quo* requirió a las partes para que, por escrito, señalaran los documentos sobre los que debía versar la peritación caligráfica, requerimiento que evacuó la parte actora, “Banco Santander Central Hispano, SA”, mediante Escrito de fecha 24 de septiembre de 2003, señalando que “la misma habrá de versar sobre los documentos que se acompañaban

como núms. 1 y 2 a la demanda monitoria y documento núm. 2 acompañado junto a la demanda de Juicio Ordinario”, de modo que no se interesó la práctica de prueba pericial caligráfica en relación con la firma obrante en el documento señalado con el número 2 bis de los acompañados a la Demanda de esta último Proceso; y, de hecho, el Informe Técnico Pericial Caligráfico (folios 443 a 458) se ha limitado al examen de las firmas que constan en esos dos documentos (véase, a este efecto, la descripción de los documentos en el Dictamen, las fotografías del estudio técnico de rúbricas dubitadas y las copias de los dos documentos donde se asientan las referidas firmas); luego, no consta la práctica de prueba pericial caligráfica alguna sobre la firma estampada en el Documento 2 bis de la Demanda, por lo que, al haber sido impugnada (y considerando el resto de circunstancias anteriormente apuntadas), impide dotar de plena virtualidad probatoria al mismo.

Consecuentemente, si el referido documento ha de descartarse como medio de prueba hábil y, siendo ese documento el único que eventualmente podría acreditar el incumplimiento contractual que se denuncia, forzado es reconocer la imposibilidad de afirmar que el demandado ha incumplido las condiciones estipuladas con la entidad demandante por cuanto que, ante la inhabilidad probatoria del expresado documento, únicamente pueden tomarse en consideración las estipulaciones que constan en los contratos presentados con la Demanda como documentos señalados con los números 1 y 2; y, en este punto, la Sala no puede sino remitirse —por acertados y correctos— a los razonamientos jurídicos que se exponen en la Sentencia recurrida respecto de la interpretación de la responsabilidad que fuera imputable por la cantidad que se reclama en la Demanda en virtud de las causas que aduce la parte actora (retrocesión de determinadas operaciones de compra por el sistema de comercio electrónico por carecer de la impresión de la tarjeta o la firma del titular e indicar no corresponderle), causas que son

absolutamente ajenas a cualquier intervención del demandado. Insistimos en que sólo el Anexo señalado como documento con el número 2 bis de los acompañados a la Demanda (en concreto sus condiciones 7 y 8) permitirían admitir la pretensión de la parte actora en la medida en que, por virtud de tales estipulaciones (fundamentalmente la 8), el establecimiento vendría obligado a reponer al banco el importe de la transacción con el que inicialmente liquidara la factura de venta original cuando tal transacción resultara devuelta por cualquier causa; luego, si el documento de referencia carece de eficacia probatoria —como así sucede—, la decisión adoptada por el Juzgado de instancia ha de reputarse correcta.

**Cuarto.**—La desestimación del primero de los motivos del Recurso conduce inexorablemente a la imposibilidad de acogimiento de los dos restantes que se invocan en las alegaciones tercera y cuarta del Escrito de Interposición del mismo, dado que, en mayor o menor medida, se encuentran en función del incumplimiento contractual que se esgrime y que —como hemos significado— no se ha producido, aparte de que la alegación de enriquecimiento injusto supone una cuestión nueva, no alegada en la Demanda, que no se ha analizado en la Sentencia recurrida y que, en consecuencia, sería de imposible examen en esta segunda instancia. Entendemos —con el Juzgado *a quo*— que la cuestión litigiosa debe centrarse en la determinación de la responsabilidad del sujeto responsable por la retrocesión de

determinadas operaciones de compra por el sistema de comercio electrónico por carecer de la impresión de la tarjeta o la firma del titular e indicar no corresponderle, y resulta evidente que, por esta causa (que es la que invoca la parte actora en la Demanda), no es responsable el establecimiento, de modo que, si no ha existido incumplimiento contractual, no puede sostenerse con el necesario rigor una situación de enriquecimiento sin causa, como tampoco pueden acogerse las consideraciones en las que se fundamenta la alegación cuarta del Recurso, que toma por base la existencia de un incumplimiento contractual imputable al demandado, compartiendo esta Sala el criterio del Juzgado de instancia respecto de que, en todo caso y en último término, la entidad demandante habría de dirigir su pretensión frente a quien actuó de forma fraudulenta o frente al operador o al sistema que no adoptó las cautelas y garantías exigidas en las compras efectuadas con las tarjetas.

**Quinto.**—Por tanto y, en virtud de las consideraciones que anteceden, procede la desestimación del Recurso de Apelación interpuesto y, como consecuencia lógica, la confirmación de la Sentencia que constituye su objeto.

**Sexto.**—Desestimándose el Recurso de Apelación interpuesto y, de conformidad con lo establecido en el artículo 398.1, en relación con el artículo 394, ambos de la Ley de Enjuiciamiento Civil, procede imponer a la parte apelante las costas de esta alzada.

### *Sentencia de la AP de Barcelona de 22 de diciembre de 2004 (\*)*

#### FUNDAMENTOS DE DERECHO

**Primero.**—Se ejercitó en la demanda acción por la que la entidad actora reclamaba

al “Banco Español de Crédito” la devolución de la cantidad de 818,37 euros, que le había sido cargada a su cuenta, así como un total de 21,64 euros, en concepto de gastos,

(\*) Ponente: Excma. Sra. D.<sup>a</sup> M.<sup>a</sup> Dolors Portella Lluch.

por la retrocesión de una operación de venta efectuada a través del software de la entidad demandada, al que se había adherido la actora en el contrato suscrito al efecto en fecha 24 de mayo de 2000.

La sentencia dictada en la instancia estimó la demanda al entender que la actora había cumplido las condiciones pactadas y era la demandada la que avalaba la plausibilidad de la operación al haber autorizado *on line* la operación en concreto, a sabiendas del riesgo que con ello incurría.

Esta resolución ha sido impugnada por la representación procesal del Banco cuya defensa expuso los argumentos que sucintamente reseñamos: a) que el Banco no certifica la bondad de la operación, b) que en la información ofrecida a través de la red, claramente se manifiesta que no se tiene la garantía de la titularidad del cliente que realiza la transacción, c) que la transacción se somete a la Ley 7/1996, de Ordenación del Comercio Minorista, d) en el caso presente, la tarjeta no había sido robada sino que su numeración fue indebidamente utilizada por persona ajena, con lo que es de aplicación la legislación contenida en la Directiva 97/7 de la CE traspuesta a nuestro ordenamiento jurídico en virtud de la Ley 47/2002, y e) finalmente, que las sentencias que invoca la actora no son aplicables al supuesto enjuiciado porque las mismas se refieren a supuestos de presencia física y simultánea de comprador y vendedor, y en las que el vendedor, además, cumplió con los requisitos de identificación del portador de la tarjeta.

**Segundo.**—En el contrato concertado entre las partes y acompañado a los autos como documento números 2 y 2 bis de la demanda se concierta lo que las contratantes denominan contrato de comercio electrónico, en cuya cláusula primera se indica que el objeto del presente contrato es la instalación de un software que permite al Establecimiento adherido aceptar en pago de las ventas efectuadas o de los servicios prestados, las tarjetas indicadas en las condiciones par-

ticulares de este contrato y el establecimiento por su parte se compromete a aceptar dichas tarjetas.

El funcionamiento del sistema está explicado en la página de Internet que acompaña la propia actora y en la que se señala que el cliente puede escoger la lista de artículos a comprar utilizando una aplicación de comercio electrónico instalada en la web del establecimiento. Cuando el cliente decide pagar, la referida aplicación del comercio electrónico le redirige al sitio web del Banco, y a continuación introduce el número de su tarjeta de crédito en un formulario del sitio web del banco, de forma que este dato viaja encriptado hacia los servidores del Banco y no llega a ser conocido por el establecimiento vendedor, extremo que da seguridad al comprador y es en este sentido que en la indicada página se señala que disponer de la pasarela de Banesto significa seguridad total para los clientes, que debe entenderse referido a los clientes del establecimiento y no al propio establecimiento.

La cuestión debatida en este procedimiento es la determinación de la persona que asume el riesgo de la operación referida en el caso de que el titular de la tarjeta rechace el adeudo, bien por robo de la misma bien por su utilización fraudulenta.

La jurisprudencia ha ido elaborando un cuerpo de doctrina según el cual el riesgo derivado de la utilización de las tarjetas de crédito no debe ser asumido por el titular de la misma, siempre que haya actuado con la debida diligencia. Este criterio de protección al usuario se incrementa cuando se trata de contratos a distancia abonados a través de tarjetas de crédito, a cuya protección respondió la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo, y a los que también les es de aplicación la legislación que regula el comercio minorista y que después reseñaremos.

Ahora bien, en el caso que nos ocupa, la relación que se analiza no es la propia de tarjeta de crédito, la cual se da entre el emisor de la tarjeta y el titular de la misma, sino la que media entre el establecimiento actor que ha sido el proveedor de los bienes ad-

quiridos, y la entidad crediticia demandada, en la medida en que ambas partes concertaron el contrato de referencia, a través de cuya suscripción el establecimiento ahora actor pretendía facilitar a sus clientes la adquisición de los géneros propios de su comercio, toda vez que las transacciones así efectuadas, permiten una contratación durante las 24 horas del día, todos los días del año, y desde cualquier parte del mundo, lo que puede generar en el comerciante cierta razonable expectativa de incrementar las ventas que efectúa por el sistema de la contratación convencional.

Por consiguiente, no son objeto de examen los derechos y obligaciones que derivan de la tarjeta de crédito entre la entidad que la emitió y el titular suscribiente de la misma que quedan fuera de este litigio, sino que lo que aquí interesa son las siguientes relaciones: a) el contrato de compraventa celebrado por vía electrónica entre la entidad ahora actora y el adquirente que encargó la compra a través de la web de la entidad, y b) el contrato que las partes ahora litigantes denominaron de comercio electrónico, por el que la actora, como hemos visto, se adhería al programa de comercio electrónico de la demandada, de forma que cobraba las ventas a través de la TPV de la demandada.

**Tercero.**—A la primera relación, y atendida la fecha en que tuvo lugar, día 23 de noviembre de 2001, le es de aplicación lo preceptuado en el Real Decreto 1906/1999, de 17 de diciembre, por el que se regula la contratación telefónica o electrónica con condiciones generales en desarrollo del artículo 5.3 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación, y que impone al vendedor, el deber de información previa y el de confirmar documentalmente la contratación, con reconocimiento al adquirente de un derecho de resolución, en el término establecido.

Asimismo, le es de aplicación lo establecido en la Ley 7/1996, de 15 de enero, de

Ordenación del Comercio Minorista (modificada por la Ley 47/2002, pero que no alcanza al supuesto enjuiciado), y que reconoce el derecho de desistimiento por parte del comprador, también dentro del término que marca el artículo 44 (siete días) y además, cuando el importe de una compra hubiese sido cargado utilizando el número de una tarjeta de crédito sin que ésta haya sido presentada directamente o identificada electrónicamente, su titular tiene derecho a exigir la inmediata anulación del cargo (artículo 46). No es de aplicación, por razones de temporalidad, la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.

En atención a lo expuesto, y aunque la operación de compraventa hubiera quedado perfeccionada por el concurso de la oferta y de la aceptación electrónicas, por hecho de que el supuesto pueda ser calificado como una venta fuera de establecimientos mercantiles, otorga al comprador el derecho de resolución antes reseñado, y si a ello añadimos que el pago se efectuó con la mera determinación del número de una tarjeta de crédito, el titular de la misma tiene derecho a pedir la anulación de la operación, sin que esté obligado, porque la ley no lo prevé, a justificar razón alguna, pues el párrafo segundo del precepto indicado, tan sólo establece que cuando ocurra el evento indicado, se efectuarán a la mayor brevedad las correspondientes anotaciones de adeudo y rebono en las cuentas del proveedor y del titular respectivamente.

De la situación descrita no cabe deducir el efecto pretendido por la entidad actora sino el contrario pues si la venta es susceptible de resolución (si se hace dentro de plazo) y además, si la transacción se efectuó con tarjeta, su titular tiene el derecho de anulación explicado, ello supone que el riesgo de la operación es asumido por el vendedor, conclusión que refuerza lo preceptuado en el párrafo segundo del artículo 47 de la citada Ley de Ordenación del Comercio Minorista, que reconoce al ven-

dedor el derecho a ser indemnizado por los daños y perjuicios causados si posteriormente se demostrara que quien realizó la compra fue el titular de la tarjeta, y que no hubo por tanto la utilización ilegítima alegada que había determinado la anulación del abono, efecto que sólo tiene sentido si se considera que el perjudicado por la anulación del abono es el vendedor.

**Cuarto.**—Respecto a los efectos del contrato electrónico concertado entre las partes, lo anterior nos lleva a concluir que la intervención del Banco al facilitar el software explicado, no altera ni excluye la aplicación de las normas propias del contrato electrónico, ni desplaza a la entidad demandada los riesgos de la operación pues aunque es cierto que es el Banco el que autoriza la misma, tal autorización se efectúa de forma automática, tras la mera comprobación de que la tarjeta no está caducada y no se ha excedido del límite de crédito concedido, pero sin que ello pueda comportar la asunción del buen fin de la operación. En primer lugar, porque

ello sería contrario a lo dispuesto en la legislación explicada pues ya hemos visto que el titular de la tarjeta puede anular la operación, y en segundo lugar, porque excedería de las obligaciones contractualmente asumidas por las partes, toda vez que tanto la condición general novena del contrato, como el apartado cuarto del anexo al mismo, contemplan el supuesto de retrocesión del abono con cargo a la cuenta que el establecimiento mantenía con el Banco.

Procede por tanto, estimar el recurso y con revocación de la sentencia de instancia, desestimar la demanda y absolver a la entidad demandada.

**Quinto.**—No estimamos procedente hacer expresa condena en las costas de la instancia atendidas las dudas que puede plantear el supuesto de autos y la existencia de resoluciones que efectúan interpretaciones diferentes de las aquí expresadas (*vid.* Sentencia AP Cáceres de 28 de enero de 2004). Tampoco procede hacer expresa condena en las costas de esta alzada.

## COMENTARIO

Estas dos sentencias, relativamente recientes, llegan a conclusiones distintas ante un problema de retrocesión de compraventa efectuada mediante comercio electrónico por medio de tarjeta de crédito. Mientras la AP de Cáceres desestima la apelación del “Banco de Santander Central Hispano” que reclama al vendedor el importe de la transacción resuelta, la de Barcelona da la razón a Banesto, revocando la sentencia de primera instancia, y le autoriza a adeudar en la cuenta del vendedor el importe de la venta electrónica con tarjeta cuyo número ha sido fraudulentamente utilizado. Ya veremos que las razones invocadas son muy dispares.

Si se pretende fomentar el comercio electrónico, y en particular el minorista, que tiene ventajas para los establecimientos comerciales (aumento del volumen de negocios) <sup>(1)</sup> y para los titulares-consumidores (rapidez y comodidad de la operación), es imprescindible garantizar ciertos derechos a éstos. La venta a distancia y fuera del establecimiento mercantil utilizando simplemente el número de la tarjeta de crédito tiene no sólo el peligro de que determinados datos confidenciales puedan difundirse y ser utilizados fraudulentamente por otras personas <sup>(2)</sup> sino también de una compra a ciegas donde en principio el consumidor no puede comparar productos, calidades y precios. De ahí el derecho de información (artículo 40.1 de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista de la LOCM) y los derechos de desistimiento y resolución [artículo 44 de la LOCM; artículo 5.1 de la Ley sobre Contratos Celebrados fuera de los Establecimientos Mercantiles (LCCFEM)].

---

(1) Estas transacciones “permiten una contratación durante las 24 horas del día, todos los días del año, y desde cualquier parte del mundo, lo que puede generar en el comerciante cierta razonable expectativa de incrementar las ventas que efectúa por el sistema de contratación convencional”, como dice la SAP de Barcelona en el Fundamento de Derecho Segundo.

(2) Hay diversas técnicas para dar mayor seguridad, técnicas que identifican al cliente pagador como auténtico propietario de la tarjeta. Baste aquí citar la firma electrónica simple, la avanzada y la avanzada verificada así como las tarjetas electrónicas y los protocolos de seguridad SSL y SET (véanse, entre otros, los trabajos de FLORES DOÑA, M.<sup>a</sup> S., *Impacto del comercio electrónico en el derecho de la contratación*, Editoriales de Derecho Reunidas, SA, Madrid, 2002, pp. 164 y ss. y 172 y ss. y MADRID PARRA, A., “Seguridad en el Comercio Electrónico” en *Contratación y Comercio Electrónico*, dirigido por ORDUÑA MORENO, F.J., Tirant lo blanch, Valencia, 2003, pp. 129 y ss.; y 162 y ss.) El TPV (terminal punto de venta) virtual de Banesto, según el propio Banco, incorpora los nuevos sistemas diseñados por Visa y MasterCard, que evitan “el repudio de las operaciones” ya que se obliga al cliente a introducir una contraseña especial para pagos en Internet que en principio sólo él conoce.

A esto hay que añadir la tutela que brinda el artículo 46 de la LOCM, al establecer que cuando el importe de una compra hubiese sido cargado fraudulenta o indebidamente utilizando el número de una tarjeta de pago, su titular podrá exigir la inmediata anulación del cargo. Conviene al respecto recordar que a este artículo le ha dado nueva redacción el artículo tercero de la Ley 47/2002, de 19 de diciembre, transponiendo el artículo 8 de la Directiva de 20 de mayo de 1997 sobre contratos negociados a distancia. En la versión anterior (que es la que aplica la SAP de Barcelona por haberse celebrado el contrato de compraventa el 23 de noviembre de 2001) no se hablaba de cargo fraudulento o indebido, por lo que la doctrina entendía que se trataba de una anulación automática, en la que no era necesario que el titular probase el fraude<sup>(3)</sup>. La SAP de Barcelona habla de uso fraudulento, pero en ningún lado dice que se probara, cosa que no era entonces necesaria, como hemos visto. Dada la redacción actual del artículo 46.1, parece que el titular tendrá que probar el cargo fraudulento (por ejemplo, la intervención de un tercero ajeno o por lo menos que él no ha realizado la compra) o indebido (por ejemplo, el error de un titular al indicar el número de la tarjeta o el cargo posterior al desistimiento o la resolución<sup>(4)</sup>), lo que no deja de tener dificultades.

El supuesto de hecho contemplado en la SAP de Barcelona es una compra realizada electrónicamente utilizando de forma fraudulenta un número de tarje-

---

(3) Véanse MARÍN LÓPEZ, J.J., "Comentario al artículo 46" en *Comentarios a las Leyes de Ordenación del Comercio Minorista*, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. y LEGUINA VILLA, J. (coordinadores), Tecnos, Madrid, 1997, p. 341; PASQUAU LIAÑO, M., "Comentario al artículo 46" en *Comentarios a la Ley de Ordenación del Comercio Minorista y a la Ley Orgánica complementaria*, PIÑAR MAÑAS, J.L. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (directores), Civitas, Madrid, 1997, pp. 352 y 353; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., "Comentario al artículo 46" en *Ordenación del Comercio Minorista*, Praxis, Barcelona, 1996, p. 728 y REVERTE NAVARRO, A., "Comentario al artículo 46" en *Régimen Jurídico General del Comercio Minorista*, coordinación por ALONSO ESPINOSA, F., LÓPEZ PELLICER, J.A., MASSAGUER FUENTES, J. y REVERTE NAVARRO, A., McGraw-Hill, Madrid, 1999, p. 588.

(4) Con la redacción de 1996 del artículo 46 se discutía si cabía ejercitar el derecho de desistimiento por la vía rápida en él diseñada (véase, entre otros, PASQUAU LIAÑO, M., ob. cit., pp. 354 y 355), poniéndose de manifiesto que en tal caso lo que no tenía sentido era la indemnización de daños y perjuicios al vendedor del párrafo 2. El texto de 2002 parece reconocer que se puede ejercer el derecho de desistimiento y resolución (en este sentido, ARROYO APARICIO, A., *Los contratos a Distancia en la Ley de Ordenación del Comercio Minorista*, Thomson Aranzadi, Elcano, 2003) y que en tal caso no hay indemnización. De todas formas, lo que no se entiende bien es que haya que probar el fraude o la actuación indebida y que pese a todo quepa que la compra haya sido efectivamente realizada por el titular de la tarjeta que ha exigido indebidamente la anulación del cargo. ¿Por qué mantener esto si se cambian las premisas y de un automatismo se pasa a que el cargo tiene que ser fraudulento o indebido? El artículo 8 de la Directiva, al introducir el fraude, suprime respecto de anteriores propuestas la indemnización por impugnación abusiva.

ta, compra que rechaza el titular. Lo nuevo es que se usa un sistema peculiar que consiste en que el comprador escoge el producto utilizando una aplicación de comercio electrónico instalada en la web del establecimiento y, llegado el momento de pagar, la referida aplicación le redirige al sitio web del banco donde en un formulario se introduce el número de la tarjeta. Estamos, pues, ante un terminal de punto de venta (TPV) virtual y no físico.

Este modo de operar se recoge en un denominado contrato de comercio electrónico pactado entre el establecimiento y el banco, en virtud del cual el primero se adhiere al programa de comercio electrónico del segundo, de forma que cobra las ventas a través de ese TPV virtual. El problema que se plantea es si esto cambia en algo las cosas y si el banco, que es quien recibe el dato encriptado del número de la tarjeta y quien comprueba que ésta no está caducada y no se ha excedido del límite del crédito concedido, en realidad autoriza la operación y, lo que es más importante, garantiza el buen fin de la misma. En definitiva se trata de saber quién corre con los riesgos, si es el banco o el vendedor.

Parece ya asentada la doctrina jurisprudencial de que el riesgo derivado de la utilización de las tarjetas de crédito no debe ser asumido por el titular, siempre que haya actuado con la debida diligencia. En este caso concreto de la SAP de Barcelona, nada se dice sobre cómo ha llegado a manos de otra persona el número de la tarjeta y si esto ha sido posible por negligencia del titular. Tenemos que partir de la base, ya que la sentencia no involucra en ningún momento al titular, que no ha existido tal negligencia.

El titular, haciendo uso del derecho que le reconoce el artículo 46 de la LOCM, pide que a la mayor brevedad se le reabone en su cuenta el importe de la compra y es el banco quien tiene que llevar a cabo esta anotación<sup>(5)</sup>. Y se realiza al mismo tiempo el adeudo en la cuenta del establecimiento. Es esto último lo que provoca la reclamación de cantidad por parte del comercio.

¿Quién corre pues con el riesgo? Repárese que no es lo mismo el ejercicio del derecho de desistimiento por el consumidor que trae consigo tanto la devolución de las sumas abonadas como de la mercancía, con lo que disminuyen mucho los daños al vendedor, que reclamar por uso fraudulento del número de

---

(5) En este sentido SÁNCHEZ-CALERO, J., "Tarjetas de crédito y tutela del consumidor" en *Nuevas formas contractuales y el incremento del endeudamiento familiar*, Publicación del Consejo General del Poder Judicial, n.º 50, Madrid, 2004, p. 479. Por el contrario, para todos los demás autores citados en la nota 3, la solicitud de reabono debe dirigirse al vendedor o prestador de servicios y es éste el que realiza la anotación (véanse MARÍN LÓPEZ, J.J., ob.cit., p. 342; PASQUAU LIAÑO, M., ob. cit., pp. 352 y 353; BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., ob. cit., p. 728; REVERTE NAVARRO, A., ob. cit., p. 587). Por supuesto que cuando se trata de una tarjeta comercial, lo que no es el caso de las sentencias comentadas, proveedor y emisor coinciden.

la tarjeta el reabono al titular, con el consiguiente adeudo al establecimiento. En este caso, sí sale perdiendo este que, como vemos en la SAP de Barcelona, se revuelve contra el banco, argumentando que había autorizado la operación y que garantizaba el buen fin. Parece que la sentencia comentada no distingue claramente entre los dos supuestos que por sus consecuencias son muy diferentes, ya que continuamente se refiere a ellos situándolos en el mismo plano.

En lo que sí parece tener razón la AP de Barcelona es en declarar que el riesgo en el supuesto de que se trata lo asume el vendedor<sup>(6)</sup>, pues es éste, según la ley, el que tiene derecho a ser indemnizado por los daños y perjuicios causados si posteriormente se demostrara que quien realizó la compra fue el titular de la tarjeta. Esto “sólo tiene sentido si se considera que el perjudicado por la anulación del abono es el vendedor” —dice la sentencia comentada—.

De todas formas hay que pensar que el vendedor siempre puede presentar una denuncia por estafa o robo e intentar que se descubra quién ha actuado fraudulentamente tirando del ovillo de la dirección facilitada para la entrega de

---

<sup>(6)</sup> Véanse, entre otros, PASQUAU LIAÑO, M., ob. cit., p. 353 y BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., ob. cit., p. 730. En cambio, la SAP de Madrid de 23 de abril de 2004 (JUR 2004/228548), en un supuesto de venta a distancia por correo o teléfono y también con número de la tarjeta de crédito, desestima la apelación de la Caja de Madrid, citando el artículo 46 del que no saca, eso sí, ninguna conclusión, y considera que la entidad en el contrato de afiliación al sistema de tarjetas por el procedimiento no presencial tenía que haberse exonerado explícitamente del riesgo. Se basa en que, además de no figurar tal cláusula expresa, Caja Madrid cobraba una comisión del 5,5% (siendo lo habitual del 2,75%) y en que en un posterior contrato, no aceptado por la contraparte, ya se señalaba que el riesgo de una devolución no era de ella. “El riesgo de la operación debe imputarse según las cláusulas del contrato de afiliación de tarjetas al operador bancario o al cliente.” En el mismo sentido parece pronunciarse el Juez de Primera Instancia n.º 7 de Donostia-San Sebastián en la Sentencia de 13 de octubre de 2004 (AC 2004/1865) que desestima la demanda interpuesta por el “Banco Santander Central Hispano” sobre reclamación de cantidad en un caso de uso fraudulento de tarjeta utilizada para realizar compras por internet. Se parte de un contrato de afiliación al programa telepago 4B y de instalación de TPV-4B y se asegura que “el fondo de la controversia gira en torno a la seguridad en los pagos” y que el demandado “había alcanzado una convicción de que los pagos realizados y anotados en cuenta por el Banco ya tenían una comprobación inicial de que eran válidos porque se abonaban por tarjeta”. Se creía que el pago era “cierto y definitivo”. El Banco está obligado a realizar ciertas comprobaciones porque para ello cobra una comisión y además en el contrato se distinguía entre operaciones “a buen fin”, de especial riesgo de impago, que asumía en estos casos excepcionales el cliente y el resto de casos en que tal riesgo era del Banco. Éste no sólo cobra una comisión, que si no no se explicaría, sino que además tiene acceso a información de otros bancos, “puede comprobar el saldo o la realidad de una tarjeta que se utiliza para el pago, etc., es decir, tiene medios para verificar el riesgo de la operación”. Sorprende que ninguna de estas dos sentencias haga referencia al artículo 46 de la LOCM, tratándose de ventas a distancia por medio de tarjeta de pago.

la mercancía <sup>(7)</sup> porque a algún lado, que no es el domicilio del titular, se ha tenido que enviar (salvo que el autor del fraude se presente a retirarla o mande a alguien a hacerlo en su nombre). Además, si se demuestra que ha habido negligencia en la custodia de la tarjeta o que no se ha comunicado tempestivamente su pérdida o sustracción, siempre cabrá que el proveedor solicite indemnización de daños y perjuicios al titular <sup>(8)</sup>.

Así pues la existencia de un TPV virtual en el banco y de un específico contrato de comercio electrónico no parecen que vayan a alterar la situación y que pase el riesgo de la operación a la entidad de crédito que se limita a facilitar la operación de venta a distancia. Otra cosa sería que en sus escritos de propaganda o en el propio contrato el banco insistiera en la seguridad del pago con tarjeta de crédito en el comercio electrónico <sup>(9)</sup>. Al parecer, la AP de Sevilla, muy recientemente, ha anulado por abusiva una cláusula del contrato de tarjeta de crédito y débito del “Banco Santander Central Hispano”, al considerarla “contraria a la buena fe contractual”, pues en la publicidad se hacía hincapié en que se liberaba “de responsabilidad al titular en caso de atraco en cajeros y uso

---

(7) Hay que tener presente que habrá envío tratándose de un producto físico pero que cabe, claro está, que la entrega de la cosa o la prestación de servicios se lleve a cabo por medio de una red, como internet, si se trata, por ejemplo, de una asesoría de cualquier naturaleza en línea (MADRID PARRA, A., ob. cit., p. 173 y FLORES DOÑA, M.<sup>a</sup>S., ob. cit., p. 82).

(8) No necesariamente tiene que haber sustracción o extravío, como parecen creer algunos autores, sino que puede haber comunicación inconsciente o bajo coacciones del número de la tarjeta y su código, apropiación indebida de éstos por un empleado del banco emisor, el personal de correos o del restaurante u otro tipo de establecimiento, por ejemplo.

(9) Banesto, al describir su TPV virtual insiste en que permite al establecimiento cobrar “en tiempo real y de forma segura”, en que ofrece una “seguridad completa” y en que “cuenta con un sistema de control y alarmas interno que evita un gran número de operaciones fraudulentas”. Bien es cierto que señala también en su publicidad que “A pesar de utilizar los protocolos de seguridad más avanzados del mercado, permitiendo una transacción totalmente segura, hay que tener en cuenta que actualmente el comercio electrónico se regula por la Ley 7/1996, de Ordenación del Comercio Minorista, recogiendo en los artículos relativos a la venta a distancia, teniendo la misma consideración que la venta por teléfono o por catálogo y la Ley de Servicios de la Sociedad de la Información y del Comercio Electrónico del 11 de julio de 2002”. En cuanto a las condiciones generales del contrato de TPV virtual de Banesto, si bien se indica que “Las operaciones serán autorizadas o denegadas por el Banco de forma automática y exclusivamente a través del sistema informático” (cláusula 3), también se especifica que “En caso de recibir el Banco comunicación de un cliente solicitando la anulación del cargo (...) el Banco queda facultado para considerar anulada la factura original y cumplimentar la correspondiente Nota de Abono, con cargo a la cuenta que mantenga el Establecimiento con el Banco” (cláusula 9). Además, se deja claro que “Las ventas efectuadas a través de la red, al ser llevadas a cabo sin la presencia física simultánea del comprador y del vendedor son ventas a distancia, por lo que las reclamaciones entre las partes intervinientes en el presente contrato se regirán por la Ley 7/1996 de Ordenación del Comercio Minorista de fecha 15 de enero de 1996” (cláusula 14).

indebido por robo, hurto, extravío o fraude”. En esta situación, es abusiva, se dice en la sentencia, la cláusula que fija en 150 euros la responsabilidad máxima del titular por gastos efectuados antes de que dé cuenta al banco de la desaparición de su tarjeta, salvo en los casos que requieran el marcaje del número secreto <sup>(10)</sup>.

En cuanto a la SAP de Cáceres, confirma la sentencia de primera instancia y desestima la apelación del “Banco de Santander Central Hispano”, considerando que no puede reclamar ninguna cantidad a un vendedor en el caso de retrocesión de una operación de compra por el sistema de comercio electrónico. La solución es la contraria que la que establece la AP de Barcelona hasta el punto de que esta última no hace expresa condena en las costas “atendidas las dudas que puede plantear el supuesto de autos y la existencia de resoluciones que efectúan interpretaciones diferentes de las aquí expresadas (*vid.* SAP de Cáceres de 28 de enero de 2004)”.

El caso planteado en Cáceres no queda tan claro como el de Barcelona. Se trata, eso sí, de una retrocesión de una compraventa por comercio electrónico y con uso de tarjeta, si bien es confusa la razón de tal retrocesión. Se habla de que falta la impresión de la tarjeta o la firma del titular, de que no se corresponde con la verdadera firma (Fundamento Jurídico Cuarto), lo que no casa en absoluto con el comercio electrónico. Sea como fuere, se afirma que la cuestión litigiosa debe centrarse en la determinación de la responsabilidad del sujeto responsable por la retrocesión de la compraventa, aspecto en el que coinciden Barcelona y Cáceres. Pero lo que a nosotros nos importa es que la Sentencia de enero de 2004 no entra en realidad en el fondo del asunto sino que se limita a comprobar que un documento titulado “Anexo a los Contratos de Afiliación a los Programas de Tarjetas de Crédito y Telepago 4B para operaciones de Comercio Electrónico” tiene que descartarse como medio de prueba hábil, ya que no se solicitó por el banco la prueba pericial caligráfica sobre la firma estampada, que ha sido impugnada por la otra parte. Y es precisamente en ese documento donde se indicaba que el establecimiento vendría obligado a reponer al banco el importe de la transacción con el que inicialmente liquidara la factura de venta original cuando tal transacción resultara devuelta por cualquier causa (Condiciones 7 y 8 del Anexo). Lo que no se entiende muy bien es por qué la sentencia de Cáceres estima que en el Anexo constan unas condiciones radicalmente distintas de las que figuran en el Contrato de Afiliación al Programa de Tarjetas de Crédito y al Contrato de Afiliación al Programa Telepago 4B y de instalación del TPV-4B (Fundamento Jurídico Tercero). A mi juicio, si se utiliza un TPV

---

(10) Véase *El País* de 7 de marzo de 2005, p. 82. Por ser muy reciente, no se dispone todavía del texto de la sentencia.

físico y luego hay retrocesión de la compra (por ejemplo, por alegar el titular de la tarjeta que la firma no le corresponde), habrá una anotación de abono al titular y una de adeudo al establecimiento, si éste ha actuado negligentemente no comprobando la firma ni pidiendo el DNI, aun cuando haya una autorización de la operación por el banco. Lo que no hace la sentencia es, prescindiendo de los contratos entre las partes, aplicar el artículo 46 de la LOCM y concluir, como hace la sentencia de Barcelona, que el riesgo es del vendedor.

En definitiva, lo que importa es que ya hay una sentencia que aplica el artículo 46 de la LOCM y que estima que cuando se utilice de forma fraudulenta o indebida el número de la tarjeta en una compra a distancia el titular puede pedir al banco el abono a la mayor brevedad del importe cargado en su cuenta y el vendedor corre con el riesgo pues se le adeuda lo que ya había recibido. Sin embargo, otras sentencias<sup>(11)</sup> ponen de manifiesto un gran desconcierto de los juzgadores ante ventas no presenciales. Sólo —insistimos— la SAP de Barcelona que comentamos entra en el fondo del asunto y en la interpretación que hay que dar al artículo 46 de la LOCM.

---

(11) Además de las dos comentadas en el texto y de las dos mencionadas en la nota 6, cabría citar también la SAP de Burgos de 14 de mayo de 2004 (AC 2004/997) que en un caso de retrocesión de una compraventa, en el que se reconoce que se ha pactado entre las partes que si se da este supuesto es el establecimiento el que debe pagar y que el banco no está obligado a poner en su conocimiento la retrocesión ni las causas de la misma, se llega a la conclusión de que no ha quedado suficientemente probada la retrocesión y no se le da la razón a Banesto. Por su parte, la SAP de Jaén de 4 de septiembre de 2003 (JUR 2003/242417) estima, por su parte, la demanda de apelación presentada por Banesto, ya que la cláusula 4 del Anexo al contrato de comercio electrónico con el establecimiento prevé que si se devuelve la transacción, el comercio deberá reponer el importe a la entidad financiera. Ninguna de estas dos sentencias hacen la más mínima referencia al artículo 46 de la LOCM. En un supuesto de venta por teléfono mediante número de tarjeta, no previsto en el contrato de afiliación al sistema, la AP de Madrid, en una Sentencia de 22 de septiembre de 2003 (AC 2003/1726), desestima el recurso de una sociedad de productos informáticos en reclamación de cantidad y da la razón a Caja Madrid porque el establecimiento, como estaba pactado para las ventas por correo, no presentó facturas firmadas por los clientes ni comprobó que la entrega de mercancías se efectuaba a los titulares de las tarjetas. La SAP de Madrid de 22 de junio de 2004 (JUR 2004/268324), en un curioso caso de venta de puros (que luego se transforman en “figuras de porcelana”) por internet a consumidores estadounidenses titulares de tarjetas de pago, estimó improcedente la reclamación de cantidad del establecimiento cuando tales titulares, que no habían en realidad efectuado las compras, consiguieron en su país de sus bancos el reabono de lo adeudado. Tampoco en esta sentencia se invoca en ningún momento el artículo 46. Eso sí, se discute interminablemente a lo largo de 12 páginas si el vendedor utilizó de forma adecuada su TPV físico y si se atuvo o no a las condiciones previstas en el contrato celebrado con el “Banco Santander Central Hispano”. Se llega a la conclusión de que no, de que hubo una actitud negligente y arriesgada del establecimiento y de que en el contrato la entidad financiera se declaraba ajena a cualquier incidencia que pudiera derivarse de la relación cliente-establecimiento.

---

# NOTICIAS

---

## **1. RECOMENDACIÓN SOBRE LOS ADMINISTRADORES NO EJECUTIVOS Y LOS COMITÉS EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES QUE COTIZAN EN BOLSA**

La Comisión europea ha publicado el pasado mes de febrero una segunda “Recomendación” dentro del plan de “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea” (DO de la Unión Europea, 25 de febrero de 2005, pp. 52 y ss.) La primera relativa a “la retribución de los administradores” fue comentada ampliamente en esta *Revista* en su número 96 (1994) por J. SÁNCHEZ-CALERO y B. PUYOL (pp. 163-213).

Esta nueva Recomendación de la Comisión Europea afecta a unos aspectos centrales de la estructura y organización del consejo de administración y del consejo de vigilancia. Se ocupa, en primer término, de la elección y funciones de los administradores no ejecutivos en el caso que se siga el sistema monista, y de los miembros del consejo de supervisión para el supuesto de adopción del sistema dualista, con un tratamiento que parte de la discutible equiparación sustancial de todos los miembros de este órgano a los del consejo de administración no ejecutivos. Porque quiérase o no, en línea de principio, las situaciones no son idénticas y en parte viene a reconocerse por propia Recomendación a la hora de las definiciones (ap. 2.º), ya que unos forman un órgano —el consejo de vigilancia— que tiene unas funciones propias y otros forman parte del consejo de administración que constituye un único órgano de administración, a cuyas reuniones deben asistir todos sus miembros (ejecutivos o no), participando por consiguiente en la administración de la sociedad, de modo especial en las orientaciones generales de la gestión de la sociedad y teniendo el mismo régimen de responsabilidad solidaria respecto a sus acuerdos tanto los administradores ejecutivos y los no ejecutivos. Problema diverso es que en la realidad, con frecuencia, los miembros del consejo de vigilancia y los administradores no ejecutivos del consejo de administración tengan de hecho una función de muy segundo orden, bien sea en la administración general de la sociedad o en su control, lo que pretende mejorar esta Recomendación con consejos a los Estados miembros, formulados en un lenguaje diplomático y sin demasiada confianza en que sigan tales admoniciones.

La Recomendación de la Comisión Europea parte de la equiparación de la eficacia de la transparencia mediante el principio de declarar públicamente las

propias sociedades si cumplen las normas contenidas en los reglamentos que se hayan dado o que resulten del código de “buen gobierno” del Estado miembro, o si explican por qué no las cumplen, y el cumplimiento o la violación de las normas imperativas dictadas por estos Estados. Esto es, se equipara la eficacia en la creencia del juicio de las fuerzas del mercado, una vez cumplido el principio de “cumplir y explicar”, a los mecanismos coercitivos que puedan derivarse del propio ordenamiento jurídico en favor del cumplimiento de sus normas. Así lo explica la Recomendación en sus “considerandos” preliminares (véase en especial el 4.º) y se formula en su primer consejo cuando afirma: “Se invita a los Estados miembros a dar los pasos necesarios para introducir a nivel nacional, mediante un planteamiento de ‘cumplir o explicar’ o con normas legales, y con los instrumentos más acordes con su marco jurídico, un conjunto de disposiciones relativas al papel de los administradores no ejecutivos o supervisores y al de los comités de consejos de administración o de supervisión, aplicables a las empresas que cotizan en bolsa” (ap. 1.1).

Sentado ese planteamiento, la Recomendación entra en el contenido de las propuestas o consejos sobre la base de mantener una posición respetuosa en especial respecto a los administradores no ejecutivos y los miembros del Consejo de Vigilancia, con las prácticas existentes en cada uno de los Estados miembros, sin plantear unas exigencias rigurosas con el fin de superar esas prácticas.

Ciertamente la Recomendación se ocupa de trazar el perfil de los administradores no ejecutivos o supervisores, cuyo aspecto básico parece ser la generalización para todos ellos del factor de la independencia, al tiempo que enuncia ciertas exigencias relativas a su capacidad de juicio y experiencia para realizar correctamente sus funciones, que se ha de completar con un programa de formación. Establece la recomendación una norma general sobre el carácter de independiente, diciendo que “debe considerarse que un administrador es independiente cuando no está vinculado por ninguna relación comercial, familiar o de otro tipo —con la empresa, su accionista mayoritario o la dirección de cualquiera de los dos— que cree un conflicto de intereses que haga obstáculo a su capacidad de juicio” (ap. 13.1). Perfil del administrador no ejecutivo o supervisor que se completa mediante la enunciación de unos criterios que se exponen en el anexo II de la Recomendación.

Más relevante es la Recomendación sobre la constitución de comités en los consejos de forma que “un número suficiente de administradores no ejecutivos o supervisores independientes desempeñan un papel efectivo en áreas clave en las que el riesgo de conflicto de intereses sea elevado” (ap. 5). Comités que, por regla general, son puramente consultivos o de propuesta, si bien en ciertos aspectos pueden tener funciones delegadas —siempre que se respeten las normas del Estado miembro respecto a la delegación de facultades— sin que tal delegación implique que el órgano delegante pierda sus facultades.

El anexo I de la Recomendación, de especial interés, está dedicado precisamente a los comités, y enuncia en primer término el conjunto de características comunes que han de tener, para ocuparse a continuación de las normas específicas sobre el “comité de nombramientos”, el de “remuneraciones” y el de “auditoría”. Normas cuyo cumplimiento haría necesario la alteración de algunas disposiciones de nuestro ordenamiento y de nuestras prácticas.

*Fernando Sánchez Calero*

## **2. 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**

### **1. La necesidad de armonizar internacionalmente la regulación de las agencias de *rating***

Las entidades calificadoras o agencias de *rating* han adquirido una importancia creciente en los mercados de valores desarrollados porque cumplen la función de procesar la ingente información disponible sobre los emisores y los valores emitidos y plasmarla en calificaciones homogéneas, objetivas y generalmente reconocidas de los valores que acceden o se negocian en aquellos mercados, en función de las características de sus entidades emisoras.

La misma función que desarrollan estas entidades calificadoras conlleva la exigencia de diligencia e independencia como “justificación ecológica” de su misma existencia. El papel que están llamadas a jugar en la protección del inversor y en la eficiencia e integridad de los mercados de valores mediante la reducción de las asimetrías informativas ha llevado a las organizaciones internacionales que coordinan la actuación de las comisiones de valores tanto a nivel mundial como europeo a realizar estudios, informes y códigos de conducta de aquellas agencias.

Este interés por sentar las bases de una regulación armonizada a nivel internacional de estas agencias de *rating* (especialmente, en cuanto a sus normas de conducta se refiere) —particularmente necesaria dado el carácter multinacional de las mismas y los efectos globales de sus calificaciones— se ha

incrementado desde el año 2003 a la vista de las sombras que ha arrojado la actuación de tales agencias en escándalos financieros tan sonados como el de Enron, en los EEUU o el de Parmalat, en Europa.

Por lo anterior, interesa dar noticia de los documentos elaborados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) en 2003 y 2004 y por el Comité de Comisiones de Valores Europeas (CESR) en 2005, relativos a las agencias de *rating* que han tenido como denominadores comunes el basarse en cuestionarios sometidos a la respuesta de las propias agencias y los restantes sujetos que actúan en los mercados financieros y patrocinar un modelo basado fundamentalmente en la autorregulación a través de códigos de conducta.

## **2. Documentos elaborados por el Comité Técnico de OICV/IOSCO relativos a los principios que deben guiar la conducta de las agencias de *rating***

Han sido tres los documentos elaborados por el Comité Técnico de OICV/IOSCO relativos a los principios que deben guiar la conducta de las agencias de *rating* en el desarrollo de sus actividades típicas de calificación:

2.1 En primer lugar, procede referirse al “Informe sobre las actividades de las Agencias de *Rating* Crediticio” (*Report on the Activities of Credit Rating Agencies*) de septiembre de 2003 que recogió los resultados de un grupo de trabajo que centró sus esfuerzos en tres cuestiones básicas del estatuto de aquellas agencias, 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. El contenido del Informe, tras una introducción general en la que se cuida de señalar que no propone un método preferente para regular aquellas agencias (apartado I); expone el papel de las agencias de *rating* crediticio (apartado II); examina las respuestas al cuestionario (apartado III); realiza una aproximación general a las cuestiones esenciales para los reguladores de valores (apartado IV), y acaba refiriéndose a una declaración de principios relativos a las actividades de las repetidas agencias que formula el Comité Técnico y que figura anexa al propio informe (apartado V).

2.2 En relación con lo anterior, vemos cómo figura anexa al anterior Informe 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*). Esta Declaración 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 es-

tatuto gubernamental, códigos sectoriales o códigos y procedimientos internos de conducta de las propias agencias. Dicho lo anterior, la Declaración —siguiendo el método de concreción sucesiva de principios y normas de conducta que es habitual en los mercados de valores— establece cuatro principios básicos que se desglosan en otra serie de subprincipios y que son los siguientes:

- a) El principio de calidad e integridad del procedimiento de calificación estableciéndose que las agencias deben esforzarse por emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de información entre (emisores) prestatarios (inversores) prestamistas y los restantes sujetos del mercado.
- b) El principio de independencia y prevención de conflictos de interés, señalándose que las calificaciones de las agencias deben ser independientes y estar libres de cualquier presión política o económica y de los conflictos de interés que puedan surgir de la estructura de propiedad o de las actividades de negocio o financieras de las agencias o de los intereses de sus empleados. En consecuencia, las agencias deben evitar cuantas actividades, procedimientos o relaciones puedan comprometer, real o aparentemente, la independencia y objetividad de sus calificaciones.
- c) El principio de transparencia y vigencia de las calificaciones, afirmándose que las agencias de *rating* deben procurar la máxima transparencia de sus actividades.
- d) El principio de preservación de la información confidencial a la que las agencias acceden como presupuesto necesario de sus actividades de calificación.

Interesa destacar, por último, que el Banco Central Europeo reconoció la anterior Declaración de Principios como síntesis de las cuestiones normativas claves 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).

2.3 A raíz de la publicación de la Declaración de Principios, algunos intermediarios, incluidas las propias agencias de *rating*, señalaron la conveniencia de concretarlos en forma de un código de conducta que sirviera de guía para su aplicación en la práctica. Así, el Comité Técnico de IOSCO elaboró, en diciembre de 2004, un “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de *Rating Crediticio*” (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*). Este Código utiliza las técnicas propias de la autorregulación y, en consecuencia, pone el énfasis en la información que las propias agencias 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. Según señalábamos, las medidas previstas en dicho Código detallan y aplican los Principios de 2003, sistematizándolos en tres apartados:

a) El apartado 1 se refiere a la calidad e integridad del proceso de calificación, agrupando las medidas en tres apartados sobre calidad de proceso de calificación [así, por ejemplo, en este apartado A), establece el deber de utilizar métodos de calificación rigurosos, sistemáticos y objetivos, el deber de mantener registros internos de soporte de sus opiniones o el deber de disponer de recursos suficientes para realizar un análisis de alta calidad de los compromisos y obligaciones de los emisores calificados], seguimiento y actualización [así, por ejemplo, en el apartado B), establece el deber de revisión regular de las calificaciones y de anuncio al mercado de la eventual discontinuidad de las mismas] e integridad del proceso de calificación [así, por ejemplo, el apartado C) establece el deber tanto de la agencia como de sus empleados de cumplir cuantas normas regulen sus actividades en cada jurisdicción o comportarse de forma honesta e íntegra con los emisores, inversores, sujetos del mercado y público en general].

b) El apartado 2 se refiere a la independencia de las agencias de *rating* y a la prevención de los conflictos de interés, distribuyendo las normas de conducta en tres apartados: el A) de carácter general, que establece, por ejemplo, el deber de separación entre las actividades de calificación y cualquier otra actividad de la agencia o el deber de que la calificación sólo esté influida por factores relevantes para la evaluación del riesgo; el apartado B), sobre los procesos y políticas de las agencias, donde se establece el deber de adoptar procedimientos escritos de carácter interno para identificar y eliminar cualquier conflicto de interés o el deber de manifestar cualquier conflicto de interés actual o potencial, y el apartado C), sobre la independencia de los analistas y empleados de las agencias, en el que se establecen, entre otros, las prohibiciones de aquellos empleados de adquirir valores o instrumentos financieros de las entidades calificadas, salvo mediante instituciones de inversión colectiva.

c) El apartado 3 trata de las responsabilidades de las agencias de *rating* ante el público inversor y los emisores de valores, distribuyendo sus normas en dos apartados: el A), sobre transparencia y oportunidad de la información sobre las calificaciones, donde se exige, por ejemplo, el deber de las agencias de publicar información suficiente sobre sus calificaciones fallidas; y el B), que trata de la información confidencial y donde se establece, por ejemplo, el deber de las agencias de *rating* de adoptar procedimientos y mecanismos de protección de la información de carácter confidencial sobre los emisores calificados.

### **3. Documento 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”**

En segundo lugar, 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*). Lo primero que debemos resaltar es que este Documento nace de la solicitud de asesoramiento técnico de la Comisión Europea al CESR publicada el 27 de julio de 2004. También este Documento nace 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.

El contenido del Documento en cuestión recoge las respuestas al cuestionario, desglosándose en los siguientes cuatro apartados:

- a) Una introducción (apartado I) que empieza definiendo las agencias de riesgo crediticio, las calificaciones crediticias, diferenciando entre las solicitadas por los emisores y las no solicitadas (*unsolicited ratings*), para seguir distinguiendo el uso de las calificaciones en los contratos privados y en la legislación europea.
- b) Un apartado II (*Competitive Dimension: Registration and Barriers to Entry*) dedicado a la dimensión de competencia que pueden tener los requisitos de registro de las agencias de *rating* y las barreras a su acceso a determinados mercados.
- c) Un apartado III (*Rules of Conduct Dimension*) dedicado a las normas de conducta que deben seguir las agencias de *rating* que parten de la necesaria transparencia, prevención y resolución equitativa de los múltiples conflictos de intereses en que pueden verse envueltas dichas agencias a resultas de la prestación por las mismas de servicios accesorios de asesoramiento, del pago de sus servicios de calificación por los emisores calificados, de las vinculaciones financieras o de otro tipo con los emisores calificados, etc. También se ocupa este apartado III de los niveles de diligencia exigibles al personal de las agencias y de la metodología que deben seguir las mismas al elaborar sus calificaciones.
- d) El apartado IV (*Regulatory Options Concerning Registration and Rules of Conduct for Credit Rating Agencies*) completa el documento refiriéndose a los aspectos de regulación de las agencias reflejando el apoyo unánime del sector al Código de Conducta preparado por OICV/

IOSCO a que nos hemos referido con anterioridad, así como las opiniones sobre la eventual insuficiencia de una opción exclusiva favorable a la autorregulación de las agencias y la posible conveniencia de establecer un sistema de registro público de las mismas.

En relación con lo anterior, interesa destacar que el papel de las agencias de *rating* 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 (ver *European Financial Integration: Progress & Prospects. Reports of Four Independent Groups of Experts*, p. 68) 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.

#### **4. La regulación española de las agencias de *rating***

A la vista de los documentos descritos, conviene hacer una breve síntesis de la regulación de dichas agencias en nuestro Ordenamiento para comprobar en qué medida dicha regulación es adecuada a los niveles de armonización internacional alcanzados.

En nuestro Ordenamiento, las entidades calificadoras tomaron carta de naturaleza con ocasión de la regulación de los fondos de titulización. En concreto, el artículo 5.8 de la Ley 19/1992 exigió que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria fuera evaluado por una “entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV” (ver nuestra obra *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Madrid, 1998, pp. 306 y ss.) 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 (ver nuestro artículo sobre “Los Fondos de Titulización de Activos y sus Sociedades Gestoras. Comentario urgente del Real Decreto 926/1998”, en esta *RDBB*, n.º 77, 2000, p. 145).

La reforma del título VII de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introdujo nuevas normas de conducta expresamente dirigidas 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) que inciden, por lo tanto, en la posición de las agencias de calificación.

También conviene recordar que los modelos de folletos informativos que figuran como anexos a la Orden de 12 de julio de 1993 prevén la necesaria constancia en los mismos de las evaluaciones del riesgo inherente a los valores

o a su emisor “cuando esa evaluación haya sido efectuada por una entidad calificadora”, indicando si la misma ha sido reconocida como tal por la CNMV [apartados II.3 del anexo A), modelo para valores de renta variables y del anexo B), modelo para valores de renta fija].

En la normativa reciente sobre transparencia de las entidades emisoras de valores —inspirada 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— se observa una tendencia a la generalización de las prácticas de calificación de los valores emitidos y así comprobamos cómo 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).

A modo de conclusión, podemos constatar que la regulación de las agencias de calificación en nuestro Derecho 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 urgencia de abordar esta regulación se muestra, en particular, con ocasión de la introducción de nuevas figuras en nuestro mercado de valores como los fondos de alto riesgo (*hedge funds*) porque la experiencia de los mercados financieros más desarrollados enseña que el establecimiento de estos fondos de alto riesgo exige una regulación de las agencias de calificación que permita a los inversores en dichos fondos contar con calificaciones de contraste que palién 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.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

### **3. PUBLICIDAD DE LAS RESOLUCIONES CONCURSALES**

Con fecha 11 de junio de 2005, se ha publicado en el BOE el *Real Decreto 685/2005, de 10 de junio, sobre publicidad de resoluciones concursales y por el que se modifica el Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, en materia de publicidad registral de las resoluciones concursales.*

El objeto del Real Decreto es establecer el régimen de difusión de las resoluciones dictadas en los procedimientos judiciales de concurso, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 198 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, a cuyo efecto se creará un portal de Internet, gestionado por el Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y de Bienes Muebles de España, bajo la responsabilidad del Ministerio de Justicia. Este portal formará parte del Registro de Resoluciones Concursales al que refiere el citado artículo 198.

En los artículos 2 a 8 del Real Decreto, ambos inclusive, se establecen las normas de creación de dicho portal, en que se expresarán, de manera organizada en secciones (de deudores concursados; de administradores, liquidadores y apoderados inhabilitados, y de administradores concursales), los datos identificativos pertinentes.

El acceso al portal será público, gratuito y permanente, salvo en lo que respecta a las inhabilitaciones contenidas en sentencias de calificación no firmes, que se restringirán a los órganos jurisdiccionales.

El Registrador Mercantil competente en razón del domicilio del concursado será responsable del tratamiento de la información y de su remisión para publicación en el portal, estableciéndose igualmente las obligaciones que afectan a los secretarios judiciales de los órganos jurisdiccionales ante los que se tramiten los procedimientos de concurso y sus recursos.

Por otro lado, el Real Decreto establece diversas modificaciones en el Reglamento del Registro Mercantil. Así, por un lado, se añaden o modifican sendos párrafos a diversos artículos, en particular el párrafo d) al artículo 2, el artículo 61 bis, el apartado 7.º del artículo 87, el apartado 9.º del artículo 94.1 y el párrafo 11 del artículo 270.

Por otro lado, se da nueva redacción a los artículos 320 a 325, ambos inclusive, para adaptar el capítulo XIII al nuevo régimen concursal (superada ya la antigua distinción entre suspensión de pagos y quiebra). El artículo 320 establece el contenido de la hoja de cada deudor, inscripciones que deberán practicarse en virtud de mandamiento judicial, debiendo transcribirse e incluirse los datos que se detallan en el artículo 322. Los asientos se cancelarán en virtud de lo dispuesto en el artículo 325.

Los artículos 323 y 324 incorporan en el propio texto del Reglamento del Registro Mercantil las normas esenciales acerca de la comunicación y publicidad de datos a través del nuevo portal de Internet a cuya creación se destina el Real Decreto comentado.

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

#### **4. ESTADOS UNIDOS: TRABAJOS ORIENTADOS A LA ADAPTACIÓN DE LA NORMATIVA BURSÁTIL A LAS PEQUEÑAS SOCIEDADES COTIZADAS**

En el debate sobre el gobierno corporativo y, de manera especial, en el cumplimiento de las normas de transparencia que se dictan con ocasión del mismo se repite el argumento de las cargas informativas y de los costes que la observancia de esa regulación implica para las sociedades destinatarias. Esa queja que abunda entre las sociedades españolas, fue una de las primeras reacciones (cuya vigencia se mantiene) a la puesta en vigor de la Ley Sarbanes-Oxley en los mercados norteamericanos.

Uno de los aspectos que más han atraído la atención de los organismos reguladores en esos mercados ha sido la de hacer compatibles la nueva regulación y los intereses de las pequeñas sociedades emisoras de valores en cualquier parte de los mercados americanos. El estudio de esa relación se ha abordado por la Securities Exchange Commission (SEC) a través de su Comité Asesor para Pequeñas Sociedades, que deberá presentar un informe al respecto en abril de 2006. El objetivo principal de ese informe es asegurarse de que los costes y cargas derivados de la legislación son proporcionales a los beneficios que ello implica para los accionistas y el público inversor. Como parte de la preparación de su informe, en junio de 2005 el Comité celebró audiencias públicas destinadas a abordar los aspectos fundamentales de la legislación en estudio y, además, a escuchar el testimonio de representantes y expertos vinculados con los mercados, las sociedades emisoras y los inversores (las audiencias tuvieron lugar en la Universidad de Columbia: para más información, [www.law.columbia.edu](http://www.law.columbia.edu)).

*Christi Amesti*

#### **5. APROBACIÓN DE LA LEY SOBRE SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

En fecha reciente se ha aprobado la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (véanse el BOE de 23 de abril). La crisis de las entidades de crédito ha sido objeto tradicional de un régimen especial, alejado de la disciplina general de los procedimientos de insolvencia. En muchas ocasiones y dentro de lo que es el ordenamiento espa-

ñol, las normas que se ocupaban de esos supuestos estaban dictadas con una relativa improvisación y basadas sobre la experiencia de las sucesivas crisis efectivamente producidas. La situación no había variado hasta ahora en gran medida tampoco desde el punto de vista comunitario, precisamente por la dificultad que comporta la crisis de una entidad de crédito, tanto desde el punto de vista de la defensa de intereses generales, como por la propia importancia de la continuidad de estas entidades.

La aprobación de la Ley Concursal ha conllevado el sometimiento de las entidades de crédito al régimen general del concurso, lo que sin duda es un acierto. Sin embargo, a lo largo de la Ley Concursal son distintos los preceptos que se ocupan de establecer medidas particulares para el caso de que una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad aseguradora sean el deudor en concurso. Régimen general que no impidió incorporar a través de la disposición adicional segunda de la propia Ley Concursal, la referencia a la legislación especial aplicable a este tipo de entidades. Dicha disposición establecía que en los concursos, entre otros, de entidades de crédito, se aplicarán las especialidades que para las situaciones concursales estuvieren establecidas en una legislación específica que a continuación se detallaba. La única excepción a la vigencia y aplicabilidad de la legislación específica era la relativa a la composición, nombramiento y funcionamiento de la administración concursal, dado que en el concurso de este tipo de entidades, ya se han previsto dentro de la propia Ley Concursal disposiciones particulares a ese respecto (*cf.* artículo 27 de la Ley Concursal).

Aprobada la Ley Concursal, el legislador español ha considerado, también de manera acertada, que era el momento oportuno para la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2001/24/CE, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. También en el Derecho europeo se había producido una excepción a la crisis de las entidades de crédito a la hora de dejarlas al margen de lo que podríamos calificar como el Derecho general europeo de insolvencias, plasmado en especial en el Reglamento 1346/2000, de 29 de mayo, sobre procedimientos de insolvencia.

La Ley 6/2005, lo que hace es, en esencia, incorporar la Directiva antes citada. Lo hace a partir de una realidad evidente como es que pocos sectores de la actividad económica dan lugar a una actividad internacional tan intensa como la que se advierte en el ámbito financiero y, en especial, en el caso de las entidades de crédito. Las entidades de crédito españolas están siendo pioneras en su implantación, de formas distintas pero siempre con intensidad, en otros Estados europeos. De esta forma las crisis de entidades de crédito de toda nacionalidad están adquiriendo dentro de la Unión Europea la correspondiente trascendencia transfronteriza. Los ordenamientos nacionales de insolvencia resultarán insuficientes para hacer frente a crisis de entidades de crédito que están presentes y operando en múltiples países europeos. A esa finalidad res-

pondría la Directiva y esa misma es la intención que continúa la Ley que estamos reseñando.

La Ley ha de aplicarse a las entidades de crédito autorizadas en España, a aquellas entidades de crédito que han sido autorizadas en otros Estados miembros pero que o bien tienen una sucursal o prestan sus servicios en España y, finalmente, a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras no autorizadas en un Estado europeo, cuando tales entidades tengan también otra sucursal en otro Estado miembro.

Es importante que los conceptos de saneamiento y liquidación los conduce la Ley a nuestro procedimiento concursal. Así, en primer lugar, se define por el artículo 3.1 como medida de saneamiento toda aquella que se adopte en el seno de la Unión Europea y que estuviera encaminada “a preservar o reestablecer la situación financiera de una entidad de crédito que pueda afectar a los derechos preexistentes de terceras partes, ajenas a la propia entidad, incluidas, entre otras aquellas que supongan la posibilidad de suspender pagos, suspender medidas de ejecución o reducir créditos”. Específicamente se señala que ni los administradores ni los accionistas serán considerados terceras partes a esos efectos. Son procedimientos de liquidación aquellos procedimientos colectivos que se incoen con el fin de liquidar activos y pasivos bajo la supervisión de las autoridades administrativas o judiciales. A continuación el artículo 5 concreta en este punto que por lo que se refiere a las entidades de crédito autorizadas en España que tengan sucursales o presten servicios sin establecimiento permanente en otros Estados de la Unión Europea, la medida de saneamiento será la apertura del concurso conforme a la Ley Concursal.

Allí donde, sea desde los momentos iniciales o como consecuencia de que en el procedimiento concursal se llegue a la apertura de la fase de liquidación, nos moveremos dentro de lo que es el procedimiento de liquidación a los efectos de la Ley especial que estamos reseñando. Cualquier decisión adoptada por el Juez competente en materia de saneamiento o de liquidación de una entidad de crédito en España, que como ya sabemos es, en definitiva, una decisión concursal, deberá ser puesta en conocimiento del Banco de España con la finalidad de que éste pueda a su vez trasladar esa información a las autoridades supervisoras de los demás Estados miembros en donde opere en su caso esa misma entidad. De esta información que debe facilitar al Banco de España la autoridad judicial se contempla incluso que se comunique antes de adoptar la decisión de saneamiento o liquidación correspondiente, es decir, que sería posible incluso cuando aún no se hubiere decidido por el Juez formalmente la admisión por medio del Auto correspondiente de la solicitud de concurso.

Especial atención dedica la Ley en sus artículos 9 a 11 a los procedimientos de publicidad de la adopción de distintas medidas sobre las entidades de crédito, sean de saneamiento, de liquidación o complementarias de éstas. La

Ley establece en su parte final una serie de disposiciones también relevantes pensando sobre todo en la tutela de los acreedores. Se dice así, en primer lugar, que la administración concursal deberá informar sin demora a los acreedores de la medida de saneamiento o de la iniciación de un procedimiento de liquidación que afecte a una entidad de crédito. Se reconoce además a los acreedores que no tengan su residencia en España sino en otro Estado miembro, el derecho a comunicar sus créditos o a formular observaciones conforme a lo que establece el artículo 85 de la Ley Concursal.

Por otro lado, se nos dice en esta nueva Ley que ha de verse modificado el régimen aplicable a la autorización administrativa previa de una entidad de crédito. Esto comienza con lo establecido en el artículo 17 cuando señala que el momento determinante de la revocación de la autorización de una entidad de crédito será la apertura de la fase de liquidación. Precepto que se remite a la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, que sufre distintos cambios en su artículo 57 bis, tanto porque se adapta la cuestión de la revocación de la autorización administrativa a la legislación concursal, como por la atribución de las correspondientes competencias.

Termina la Ley con una disposición final que hace que se la incorpore a la relación de legislación especial a efectos del régimen concursal de entidades de crédito en la antes citada disposición adicional segunda de la Ley Concursal.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## **6. EL REFUERZO DE LA LUCHA CONTRA EL FRAUDE FINANCIERO EN LOS MERCADOS DE CAPITALES: DOCUMENTO DE LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES**

1. Las principales reformas de la regulación de los mercados financieros desarrollados, en los últimos años, no han sido fruto tanto de una reflexión serena y una planificación racional, sino que más bien han constituido respuestas a las patologías regulatorias que se han mostrado con ocasión de grandes escándalos financieros que, desde los EEUU (v.g., caso Enron) han cruzado el Atlántico para reproducirse en la Europa comunitaria en todo su esplendor (v.g., caso Parmalat). Estos escándalos han ocasionado una profunda crisis de confianza en los inversores que exige una actuación coordinada a nivel interna-

cional dada la insuficiencia de los remedios domésticos por el mismo carácter global de las prácticas fraudulentas que los causaron.

2. En dicho contexto, tiene especial interés dar noticia del documento del Comité Técnico de OICV/IOSCO de febrero de 2005 sobre “La lucha de los mercados de capitales contra el fraude financiero” (*Strengthening Capital Markets against Financial Fraud*) que identifica siete áreas principales que se han visto implicadas en los escándalos financieros acaecidos en los últimos años. En cada una de estas áreas, el Documento realiza un análisis de la situación derivada de los escándalos financieros, del estado de la regulación y enumera una serie de actuaciones que el Comité Técnico de OICV/IOSCO propone realizar a través de los distintos comités existentes (por ejemplo, el Comité sobre transparencia y contabilidad internacional, el Comité de regulación de los mercados secundarios, el Comité de regulación de los intermediarios del mercado, etc.)

3. Las siete áreas de atención preferente son:

a) El gobierno corporativo, incluyendo el papel de los consejeros independientes en los consejos de administración de las sociedades cotizadas, la protección de los accionistas minoritarios, la importancia de los comités de auditoría y los mecanismos de protección frente a los conflictos de interés suscitados por partes vinculadas. En este primer área, el documento, tras describir las deficiencias observadas en los escándalos financieros, señala las acciones que se propone realizar el Comité Técnico de OICV/IOSCO consistentes en requerir que la OCDE, junto con IOSCO, realicen un análisis de la definición y el papel de los consejeros independientes de las sociedades cotizadas y de las medidas de protección adicionales que deben adoptarse cuando los emisores estén controlados por un accionista dominante así como un estudio sobre la forma en que las reglas y principios del gobierno corporativo se plasman en las distintas jurisdicciones.

b) Los auditores y los criterios de auditoría, incluyendo la independencia del auditor, la efectividad de los criterios de auditoría y de la supervisión de los mismos, y la obligación de rotación del auditor. Tras describir el estado de situación en cada uno de los aspectos citados, el Documento señala las actuaciones que se propone iniciar el Comité Técnico de OICV/IOSCO y que abarcan el desarrollo de recomendaciones para la implementación de los principios de supervisión de la auditoría, la coordinación con las entidades públicas de control de la auditoría para investigar si sus mecanismos de supervisión resultan fácilmente burlados por quienes pretenden cometer fraudes financieros, la determinación de los mecanismos idóneos para reforzar la cooperación regulatoria internacional que reduzca los riesgos detectados en los escándalos financieros a results de la actuación de múltiples auditores en operaciones transfronterizas, etc.

c) Los requisitos de transparencia de las sociedades cotizadas, incluyendo las decisiones de sus administradores sobre la publicidad que debe darse a los hechos relevantes financieros o no financieros susceptibles de tener influencia en la cotización. En este punto, el Comité Técnico de OICV/IOSCO promoverá un estudio sobre los controles domésticos del cumplimiento de los deberes de transparencia por los emisores.

d) La regulación y la transparencia de los mercados de valores de renta fija, incluyendo los tipos específicos de informaciones financieras que deben publicar los emisores de bonos así como los mecanismos de transparencia de los mercados de bonos. En esta área, el Comité Técnico propone, entre otras acciones, la realización de un informe sobre la transparencia en los mercados de bonos corporativos que determine cómo mejorarla y cuáles son las recomendaciones adicionales que cabe deducir de los escándalos financieros recientes, especialmente en lo relativo a las transacciones con partes vinculadas.

e) El papel y las obligaciones de los intermediarios financieros, con especial atención a su intervención en los escándalos financieros recientes y a su posible contribución a la reducción de los riesgos legales y operativos mediante el establecimiento de controles y procedimientos adecuados. Al respecto, el Comité Técnico propone un estudio que revise el papel desempeñado por los intermediarios en los escándalos financieros recientes, determine si tales intermediarios han contribuido a dichos escándalos y establezca, si procede, un conjunto de principios y procedimientos —incluyendo controles internos— sobre sus transacciones financieras.

f) La utilización de estructuras corporativas complejas y entidades con finalidades específicas en los escándalos financieros y la necesidad de establecer mecanismos regulatorios adecuados. Aquí, el Comité Técnico propone la realización de un estudio que determine si el uso de tales entidades garantiza una transparencia adicional cuando se constituyan por emisores no financieros.

g) El papel de los analistas y agencias de *rating* privadas, con particular atención a la forma en la que tales sujetos y entidades pueden proteger su integridad e independencia. La existencia, en el seno de OICV/IOSCO, de unos principios de septiembre de 2003 y de un código de conducta de diciembre de 2004 sobre las agencias de *rating* (de los que damos noticia en este mismo número de la RDBB) exime al Comité Técnico de proponer actuaciones adicionales.

4. A results del análisis efectuado, el Comité Técnico de OICV/IOSCO ofrece un cuadro de prioridades del Plan de Acción para reforzar los Mercados de Capitales contra el Fraude Financiero que divide en tres grandes apartados (prioridades de los trabajos relativos a los nuevos principios y criterios de regulación, a la implementación de los mismos y al refuerzo de la cooperación

transfronteriza) en cada uno de los cuales identifica uno o varios objetivos, sus concretas prioridades y los plazos correspondientes.

5. En conclusión, nos encontramos ante un Documento amplio y detallado que refleja el estado de la regulación en los mercados financieros e identifica las debilidades que los escándalos acaecidos en los últimos años han mostrado. Se trata, pues, de un instrumento de gran valor porque refleja los criterios internacionales de regulación en aspectos que inciden tanto en el Derecho del mercado de valores en sentido estricto como en el Derecho de las sociedades cotizadas.

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 7. TRABAJOS REFERIDOS AL FUTURO RÉGIMEN DE LA GMBH

El Ministerio de Justicia alemán ha abordado en fechas recientes la reforma de algunos aspectos relevantes del régimen de las sociedades de responsabilidad limitada [véase LORENZ, T. “Erster Schritt zur Reform des GmbH-Rechts: Neuregelung des Mindestkapitals”, *AG* 11 (2005), p. R267]. Son iniciativas que tratan de hacer frente a la situación de *competencia legislativa* que se produce entre los distintos Estados europeos [véase HAPP, W., “Deregulierung der GmbH im Wettbewerb der Rechtsformen”, *ZHR* (2005), pp. 6 y ss.], en especial a partir de la doctrina jurisprudencial conforme a la cual un Estado miembro de acogida debe reconocer una sociedad en la misma forma en que ésta quedó válidamente constituida conforme a la legislación de otro Estado (doctrina jurisprudencial europea —sentencias *Centros*, *Überseering* e *Inspire Art*— y alemana). Esto ha hecho que en Alemania se venga utilizando en lugar de la GmbH la forma inglesa de la *private limited company*. Se señala que esta opción habría reducido en un 25% las fundaciones previsibles de GmbH.

La reacción del Gobierno federal alemán ha sido la presentación de sendos documentos prelegislativos de modificación del régimen de la sociedad limitada alemana. El primero de ellos pasa por la reducción del capital mínimo desde los 25.000 euros actuales, a 10.000 euros. Pensando en la protección de los acreedores, se exigirá una indicación en la correspondencia del importe del capital suscrito y del desembolsado, con la consiguiente sanción ante la falta de información que aquí se exige.

La segunda reforma prevista tiene mayor calado, como pone de manifiesto el título del documento presentado: “*Gesetz zur Bekämpfung von Missbräu-*

*chen, zur Neuregelung der Kapitalaufbringung und zur Förderung der Transparenz in GmbH-Recht*". Una parte principal se dedica a las crisis empresariales y a la mejora de la protección de los acreedores con vistas a una ordenada liquidación o a la insolvencia de la sociedad. En especial, se aborda el supuesto de falta de órganos de administración, en donde la acefalía corporativa por falta de administradores se trataría de superar atribuyendo a cada uno de los socios (o al Consejo de Vigilancia, si existiera) la legitimación para recibir comunicaciones en nombre de la sociedad. Otro punto trascendente es la regulación de las demoras en la iniciación de un procedimiento concursal.

*Alfonso Guilarte Gutiérrez*

## **8. PUBLICACIÓN DEL PROTOCOLO DEL CONVENIO EUROPEO DE ASISTENCIA PENAL**

Con fecha 14 de abril de 2005, se ha publicado en el BOE el *Protocolo del Convenio relativo a la asistencia judicial en materia penal entre los Estados miembros de la Unión Europea, celebrado por el Consejo de conformidad con el artículo 34 del Tratado de la Unión Europea, hecho en Luxemburgo el 16 de octubre de 2001. Aplicación provisional*.

Se persigue con este Protocolo establecer medidas adicionales en el ámbito de la lucha contra la delincuencia organizada y financiera y el blanqueo de capitales, como Anexo al *Convenio relativo a la asistencia judicial en materia penal entre los Estados miembros de la Unión Europea, de 29 de mayo de 2000*.

En el artículo 1 se dispone que cada Estado miembro dispondrá las medidas para atender a las solicitudes justificadas de información sobre cuentas bancarias, formuladas por otro Estado miembro, respecto de una persona física o jurídica objeto de investigación, siempre que ésta se refiera a una infracción sancionable con una pena privativa de libertad o una medida de seguridad privativa de libertad de una duración máxima de al menos cuatro años, en el Estado requirente, y de al menos dos años en el Estado requerido, o una infracción mencionada en el artículo 2 del Convenio de 1995 por el que se crea una Oficina Europea de Policía (Convenio Europol) o en su Anexo, en la versión revisada, o, en la medida en que no esté contemplada en el Convenio Europol, una infracción mencionada en el Convenio de 1995 relativo a la protección de los intereses financieros de las Comunidades Europeas, en su Protocolo de 1996 o en su Segundo Protocolo de 1997.

Igualmente, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 2 y 3, podrán formularse solicitudes de información sobre transacciones bancarias realizadas durante un determinado período y solicitudes de control de las transacciones bancarias. A tal efecto, cada Estado miembro se comprometerá a garantizar, a instancia de otro Estado miembro, que es capaz de controlar, durante un período determinado, las operaciones bancarias que se estén realizando a través de una o varias de las cuentas especificadas en la solicitud, así como a comunicar el resultado de dicho control al Estado miembro requirente, subrayándose que la decisión sobre el control incumbirá, en cada caso concreto, a las autoridades competentes del Estado miembro requerido, con la debida observancia del Derecho nacional de dicho Estado miembro.

Ha de resaltarse que, a tenor del artículo 4 del Protocolo, cada Estado miembro adoptará las medidas necesarias para garantizar que los bancos no revelen al cliente bancario interesado ni a otros terceros el hecho de que se ha transmitido información al Estado requirente en virtud de los artículos 1, 2 o 3, o de que se está llevando a cabo una investigación.

Aparte de otras disposiciones relativas a las obligaciones de información en el curso de la tramitación de solicitudes y las solicitudes complementarias de asistencia judicial, el Protocolo destaca, en su artículo 7, que ningún Estado miembro invocará el secreto bancario como motivo para rechazar una cooperación relativa a una solicitud de asistencia judicial de otro Estado miembro, así como que no podrá denegarse la asistencia por el simple hecho de que la solicitud se refiera a infracciones que el Estado requerido considera una infracción fiscal, o por el hecho de que éste no lo considere infracción o cuente con una regulación fiscal diferente (ver el artículo 8).

*Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro*

## **9. SOBRE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA COMUNITARIA RELATIVA A LOS AUDITORES DE CUENTAS**

La Comisión formuló una Propuesta de Directiva sobre la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, que modifica la directivas del Consejo 78/660/CEE y 83/349/CEE [documento COM (2004)] 177. Presentada por la Comisión el 16 de marzo de 2004 al Parlamento europeo y al Comité Económico y Social Europeo en la misma fecha, éste ha emitido dictamen el 16 de diciembre de 2004 y está proyectado que se vea en primera lectura en el Parlamento Europeo el 6 de septiembre de 2005.

El dictamen del Comité Económico y Social aprueba la propuesta de Directiva de la Comisión que considera que cubre casi todos los ámbitos importantes de la auditoría legal del cuentas, si bien desea la retirada de determinados aspectos relativos a la composición de las autoridades de vigilancia relativas a las auditorías de las entidades de interés público, obligadas a la mayor transparencia hacia sus accionistas.

Esta propuesta de Directiva que supera ampliamente la octava Directiva 84/533/CEE en materia de sociedades, relativa a la autorización de las personas encargadas del control de los documentos contables, tiene un conjunto de antecedentes por parte de la propia Comisión Europea. Ésta, ya en 1996, publicó el Libro verde sobre “Función, posición y responsabilidad civil del auditor legal en la UE”. Las respuestas al Libro Verde sugirieron una necesidad de actuación en la UE superior a la establecida en la Octava Directiva del Consejo. Las conclusiones políticas que la Comisión sacó de estas reflexiones se incluyeron en la Comunicación de la Comisión de 1998, “La auditoría legal en la Unión Europea, el camino a seguir”.

La Comunicación de 1998 de la Comisión Europea propuso la creación de un Comité de auditoría en la UE, que desarrollaría nuevas medidas en estrecha cooperación con la profesión contable y los Estados miembros. El objetivo del Comité era discutir las formas y los medios para mejorar la calidad de la auditoría, acordando medidas no vinculantes siempre que sea posible. Los principales temas de su agenda han sido el control de calidad exterior, las normas de auditoría y la independencia de los auditores.

Sobre la base del trabajo preparatorio del Comité de auditoría de la UE, la Comisión publicó una Recomendación sobre el “Control de calidad de la auditoría legal en la UE” en noviembre de 2000 y una Recomendación sobre la “Independencia de los auditores de cuentas en la UE” en mayo de 2002. También se ha llevado a cabo un trabajo preparatorio sobre el uso de las Normas Internacionales de Auditoría (NIA).

Entiende la Comisión que la propuesta de Directiva sobre auditoría legal debería considerarse en el contexto más amplio de las medidas de la UE que figuran en el Plan de acción para los servicios financieros. Particularmente importante a este respecto es la Comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003 sobre la “Modernización del derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la UE-Un plan para avanzar”. En esta misma línea han de entenderse el paso referente a la captación de las Normas Internacionales de Contabilidad a partir de 2005; y las Directivas sobre el abuso del mercado (2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado) y los folletos (2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores) acordadas recientemente mediante codecisión.

La propuesta de Directiva introduce una referencia a lo que denomina como “entidades de interés público”. La Comisión entiende que bajo esa expresión se acoge a determinadas sociedades que tienen una importancia especial. Los criterios utilizados para definir la importancia pública son: tener cotización oficial, la naturaleza de la sociedad (por ejemplo, bancos y compañías de seguros) o el tamaño de la misma (número de empleados), y respecto a ellas se deben aumentar las exigencias a las auditorías de estas entidades de interés público. Sin embargo, a juicio de la Comisión, sería excesivamente gravoso y desproporcionado aumentar estas exigencias a la gran mayoría de las demás auditorías legales. Frente a este criterio el dictamen del Comité Económico y Social entiende que deben extenderse tales criterios a todas las sociedades precisamente para una mayor tutela de los intereses de sus accionistas.

*Alberto Ayala*

## **10. REGULADO EL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y OTRA INFORMACIÓN A FACILITAR POR LAS CAJAS DE AHORROS**

En los últimos años y sobre todo a partir del reconocimiento que en el año 2002 se produjo a favor de que las cajas de ahorros puedan emitir cuotas participativas [véase TAPIA HERMIDA, A.J., “Las cuotas participativas de las cajas de ahorros”, en AA.VV., *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, (coords. Sánchez Calero, F./Sánchez-Calero Guilarte, J.), Cizur Menor, 2003, pp. 473 y ss.], se ha venido produciendo una modificación de la legislación de los mercados de valores destinada a someter a estas entidades de crédito a requisitos de transparencia e información similares a los establecidos para las sociedades cotizadas. Esa línea que inició la llamada Ley Financiera en el año 2002, se vio continuada por la Ley de Transparencia de 2003, cuya disposición adicional segunda ya contenía una expresa referencia a la necesidad de que las cajas de ahorros elaboraran, al igual que se viene exigiendo de las sociedades cotizadas, un informe anual de gobierno corporativo [véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El buen gobierno de las cajas de ahorros”, *Actualidad Jurídica Aranzadi*, n.º 601, 27 de noviembre de 2003, pp. 1-6 y nota en *RDBB*, 90 (2003), p. 314]. Es evidente que los contenidos de ese informe debían tomar en consideración la naturaleza jurídica de estas entidades y demás circunstancias singulares que concurren en su régimen y en su actividad.

Al respecto, el desarrollo reglamentario de esa disposición adicional segunda se tradujo en una primera Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero [véase nota en *RDBB*, 93 (2004), p. 316], que se ha visto continuada y completada por la Circular 2/2005, de 21 de abril de la CNMV (véase BOE de 29 de abril de 2005). El objeto de esta Circular era, sobre todo, el de determinar el contenido que debe tener el informe anual a elaborar por las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en cualquiera de los mercados oficiales de valores. Régimen del informe que distingue desde un primer momento entre aquellas cajas de ahorros que hayan emitido cuotas participativas, que tienen que llevar a cabo la formulación de un informe de gobierno corporativo más extenso, y aquellas que hayan emitido otros valores que no sean cuotas participativas, con lo que el contenido de ese informe de gobierno corporativo deviene más sencillo. En todo caso, a los informes de gobierno corporativo de cajas de ahorros declara la Circular la plena aplicación del principio general de transparencia informativa. Éste se concreta en la exigencia de que la información sea clara, íntegra, correcta y veraz y que permitía al inversor hacerse un juicio fundado de la entidad emisora de los valores correspondientes.

Corresponde al órgano de administración de la caja de ahorros la formulación del informe de gobierno corporativo. Ese órgano es el que responderá de la elaboración del informe y de su contenido, que tan pronto como sea aprobado por el Consejo de Administración tendrá que ser comunicado como hecho relevante a la CNMV. El hecho relevante correspondiente u otro distinto deberán recoger las eventuales manifestaciones desfavorables que con respecto a algún apartado de informe de gobierno corporativo haya podido realizar la Comisión de Control de la caja.

Nos encontramos además con una previsión especial sobre el informe anual de gobierno corporativo que tienen que facilitar *las entidades dependientes* de las cajas de ahorros. En este caso se contempla el deber de información correspondiente a aquellas entidades emisoras de valores en mercados secundarios oficiales españoles y en relación de dependencia con respecto a una caja de ahorros. El problema principal radica en la definición que se hace de esa relación de dependencia en la Circular, puesto que se viene a establecer que ese deber de información se aplica a aquellas entidades que estén *controladas en su totalidad, ya sea de forma directa o indirecta* por una caja. No parece, en consecuencia, que se hayan aplicado en este caso criterios de vinculación entre sociedades y demás personas jurídicas que están establecidos con carácter general en el propio ordenamiento del mercado de valores (*cf.* artículo 4 de la LMV). A estas entidades dependientes se las va exigir, sencillamente, que su informe anual de gobierno corporativo sea el informe elaborado por la caja de ahorros dominante.

La principal labor normativa se dirige, como es fácilmente perceptible, al diseño del contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo

que, en aquello que ha podido ser ajustado a la naturaleza de las cajas, reproduce en buena medida el modelo de informe anual de gobierno corporativo exigido a las sociedades cotizadas. La Circular determina cuál es el contenido mínimo obligatorio también de las páginas *web* que tiene que tener cada una de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en un mercado oficial. En esa página *web*, además debe facilitarse la posibilidad de acceder directamente a la información que sobre la caja puedan ofrecer el Registro Mercantil, los Registros de la CNMV o cualesquiera otros registros públicos. El mantenimiento de la información de la página *web* que se exige a las cajas de ahorros es competencia y responsabilidad del Director general de la caja.

Se quiere que el informe anual de gobierno corporativo primero que deban presentar las cajas conforme a estas disposiciones se apruebe a lo largo del primer semestre de 2005, siempre que su aprobación por el Consejo de Administración dentro de ese plazo se hubiere producido antes de la adopción del acuerdo de convocatoria de la Asamblea correspondiente. De esto se deduce que aquellas cajas de ahorros que hayan celebrado su Asamblea General o en las que ésta haya sido convocada antes de la publicación de la Circular en el BOE, no estarán obligadas a aprobar en ese plazo la correspondiente versión de su informe anual de gobierno corporativo.

*Juan Sánchez-Calero Guilarte*

## **11. LEY 5/2005 DE SUPERVISIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS**

### **1. Los conglomerados financieros o grupos intersectoriales**

Los procesos de concentración de intermediarios en los mercados financieros conducen a la proliferación de los grupos financieros intersectoriales o conglomerados financieros que se caracterizan por incluir en su seno a intermediarios del mercado bancario, del mercado de valores y del mercado de seguros. Las especiales características de este último tipo de intermediarios —que obedecen, a la postre, a los rasgos peculiares del negocio asegurador que tiene invertido, en general, el ciclo productivo— causan problemas especiales de integración contable y de supervisión de dichos grupos. En concreto, la frecuente existencia en los países desarrollados de tres tipos de entidades públicas supervisoras de los intermediarios que actúan en cada uno de los tres sectores

del mercado financiero (así, en España, la CNMV, la DGSFP y el Banco de España) plantea un problema inmediato de coordinación de dichos entes reguladores y de atribución de la competencia de supervisión a uno de ellos en función del carácter bancario, mobiliario o asegurador de la entidad o entidades dominantes de aquellos conglomerados financieros (sobre esta problemática pueden verse los trabajos de MUÑOZ, GÓMEZ DE MIGUEL y ROMERO en la *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n.º 9, 2003, pp. 10 y ss.)

## **2. Regulación de la supervisión de los conglomerados financieros en el Derecho español y en el comunitario: la Ley 5/2005**

En nuestro Ordenamiento viene operando, desde 1992, un sistema de vigilancia prudencial conjunta de las actividades de los grupos de entidades financieras que integran intermediarios que actúan en banca, valores y seguros. En concreto, dicha regulación partió de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en base consolidada de entidades financieras y de su abundante normativa de desarrollo, en particular, del Real Decreto 1343/1992 (puede verse nuestro trabajo sobre “Los grupos de entidades financieras en el Derecho español” en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, tomo III, Valencia, 1995, pp. 3697 y ss.)

Por otro lado, en el Derecho comunitario, se alcanzó la armonización en esta materia mediante la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de servicios de inversión de un conglomerado financiero (ver nuestra noticia en esta *RDBB*, n.º 90, 2003, pp. 300 y ss.).

Ha sido, precisamente, la necesaria adaptación a la anterior Directiva la que motiva la promulgación de la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero (BOE n.º 97, del sábado 23 de abril de 2005). Esta Ley responde al objetivo fundamental de establecer un régimen prudencial específico de los conglomerados financieros y un objetivo secundario de lograr una mayor coherencia de las regulaciones sectoriales aplicables a los grupos financieros homogéneos. Deroga los capítulos IV y V de la Ley 13/1992 antes citada (disposición derogatoria), entró en vigor el 24 de abril de este año 2005 y se aplicará a la supervisión de las cuentas del ejercicio 2005 (disposición final tercera).

Antes de entrar en la descripción del contenido de esta Ley 5/2005, conviene advertir que, siguiendo la costumbre habitual en estas leyes financieras, incluye una disposición adicional segunda y una disposición transitoria que modifican la disposición adicional segunda de la LORCA de 1985, incidiendo en el régimen de las Cajas de Ahorros cuyos Estatutos recojan como entidad fundadora a la iglesia católica o entidades de derecho público de la misma.

### **3. La regulación común de los conglomerados financieros**

La Ley tiene una parte común a todos los conglomerados financieros, que implica una regulación autónoma de la supervisión adicional de los mismos, y tres partes especiales relativas a cada uno de los tres sectores financieros: bancario, mobiliario y asegurador, que opera mediante la modificación de las leyes sectoriales.

Según lo dicho, el capítulo I de la Ley trata “de los conglomerados financieros”, abarca los artículos 1 a 8 y define la estructura de supervisión de dichos conglomerados, ocupándose de los grupos supervisados y de las autoridades supervisoras:

a) Los conglomerados financieros supervisados.

En cuanto a los grupos supervisados, la calificación de un grupo de entidades como conglomerado financiero requerirá la concurrencia de tres circunstancias simultáneas: que la dominante sea una entidad regulada (de las señaladas en el artículo 2.3) o que las actividades del grupo se desarrollen principalmente en el sector financiero (según lo previsto en el artículo 2.4) y una de las entidades dependientes sea una entidad regulada; que al menos una de las entidades del grupo pertenezca al sector de los seguros y al menos otra pertenezca al sector bancario o de los servicios de inversión, y que tanto las actividades consolidadas o agregadas de las entidades del grupo incluidas en el sector de seguros como en los sectores bancario y de servicios de inversión sean significativas (en los términos establecidos en el artículo 2.5).

En este ámbito, tiene especial interés la regulación de un nuevo sujeto que es la “sociedad financiera mixta de cartera” que se define, en el artículo 2.7, como “la empresa dominante que no sea una entidad regulada y que, junto con sus dependientes, de las cuales al menos una será una entidad regulada, y otras entidades, constituya un conglomerado financiero”.

Por último, señalar que la integración de una entidad regulada en un conglomerado financiero implicará que la misma deba cumplir requerimientos prudenciales adicionales a los que le resultan exigibles individualmente. Estos “elementos de la supervisión adicional” (artículo 4) inciden en la exigencia, a nivel del conglomerado financiero, de un volumen suficiente de recursos propios o margen de solvencia, de políticas de adecuación de capital, de límites cuantitativos y otros requisitos referidos a la concentración de riesgos y a las operaciones intragrupo y de procedimientos de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados.

b) Las autoridades supervisoras.

En cuanto a las autoridades supervisoras, una vez establecido el sujeto supervisado, la Ley establece los criterios de sujeción a las mismas de los conglomerados financieros (artículo 3). La propia transectorialidad de los conglomerados financieros exige establecer una autoridad supervisora única que coordine las labores de vigilancia de las diversas autoridades concurrentes. Esta autoridad supervisora —que se conocerá, en el ejercicio de estas funciones, como “coordinador único”— se determinará de forma diversa en dos hipótesis: si la entidad dominante del conglomerado financiero es una entidad regulada, la función de coordinados se ejercerá por la autoridad competente para supervisar el grupo consolidable en que aquella entidad se integre o, en su caso, la competente para supervisar la propia entidad dominante individualmente considerada. Si la entidad dominante del conglomerado financiero no es una entidad regulada, habrá que atender a los criterios que se establezcan reglamentariamente (artículo 5.2).

La autoridad supervisora que actúe como coordinador único desarrollará las funciones típicas de supervisión adicional de las entidades reguladas integradas en el conglomerado financiero en cuestión tales como la coordinación de la recopilación y difusión de la información pertinente y esencial, la supervisión general y la evaluación de la situación financiera del conglomerado, la evaluación del cumplimiento de los elementos de supervisión adicional, la evaluación de la estructura, organización y sistemas del control interno del conglomerado, etc. (artículo 5.3).

La estructura de la supervisión se completa con previsiones sobre la cooperación de las autoridades españolas competentes entre sí y con el resto de autoridades comunitarias (artículo 6, “cooperación entre autoridades competentes”), sobre las competencias ejecutivas de las autoridades ante el incumplimiento de las obligaciones de supervisión adicional (artículo 7, “medidas de ejecución”) y sobre las relaciones con Estados extracomunitarios en los casos en que las entidades reguladas comunitarias pertenezcan a conglomerados dominados por entidades reguladas o sociedades financieras mixtas de cartera con domicilio fuera de la Unión Europea (artículo 8, “grupos de terceros Estados”).

#### **4. Las regulaciones especiales de los conglomerados financieros en el mercado bancario, de valores y asegurador**

Según decíamos, la Ley 5/2005, una vez regulado el mínimo común denominador de la supervisión de los conglomerados financieros mediante una normativa autónoma contenida en el capítulo I, se ocupa de plasmar las exigencias de supervisión adicional que deben cumplir los intermediarios típicos de cada

sector del mercado financiero mediante el expediente técnico de modificar las leyes sectoriales en sus tres siguientes capítulos. En efecto:

a) Mercado bancario.

El capítulo II, de “normas relativas a las entidades de crédito” (artículos 9 y 10), modifica las dos leyes afectadas que son:

— La Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros incidiendo, en concreto, en sus artículos 8, 9 y 13.

— La Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, modificando la redacción de algunos tipos de infracciones muy graves y graves (artículos 4 y 5), de la imputación de las sanciones (artículo 16) y del procedimiento de autorización de una entidad de crédito (artículo 43).

b) Mercado de valores.

El capítulo III, de “normas relativas al mercado de valores” (artículo 11), modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores en diversos aspectos de la regulación de las empresas de servicios de inversión (artículos 66, 67 y 70), del régimen de supervisión (artículo 86) y del régimen sancionador (artículos 99, 100 y 106 bis, este último de nueva introducción).

c) Mercado asegurador.

El capítulo IV, de “normas relativas al sector de seguros” (artículo 12), modifica el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre; incidiendo, en concreto, en los requisitos exigibles para la autorización administrativa de las entidades aseguradoras (artículos 5 y 15), en las condiciones para el ejercicio de la actividad aseguradora (artículo 20), en el régimen sancionador (artículo 40) y en las competencias de ordenación y supervisión (artículo 71).

*Alberto Javier Tapia Hermida*

## 12. IMPULSO A LOS TRABAJOS DE LA CNUDMI SOBRE EL RÉGIMEN DE LA INSOLVENCIA

En los últimos meses y con vistas a su 38.º Período de Sesiones celebrado en julio de 2005, la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), ha difundido diversos documentos relativos al régimen de la insolvencia que suponen un notable impulso a los trabajos que desde hace mucho tiempo se vienen desarrollando en ese ámbito.

Así, la CNUDMI se hace eco de las múltiples actividades que actualmente se desarrollan por organizaciones internacionales con la pretensión de mejorar la coordinación del régimen internacional de la insolvencia. Entre esas iniciativas, destacan las referencias a los trabajos de la Unión Europea (véase A/CN.9/580/Add.1).

En segundo lugar, la CNUDMI señala las líneas principales hacia las que orientar su labor futura. En síntesis, se propone trabajar en el tratamiento de los grupos empresariales en caso de insolvencia, en los protocolos a aplicar en asuntos transnacionales (véanse referencias a algunos casos de protocolos entre tribunales de algunos Estados, en la Nota de la Secretaria A/CN.9/580, pp. 5 y ss.), en la financiación posterior a la apertura del procedimiento de insolvencia y en la responsabilidad de directores y funcionarios en casos de insolvencia y preinsolvencia.

Algunas de esas propuestas se basan en la propia Guía Legislativa que elaboró la CNUDMI, mientras que otros puntos parten de los previos trabajos realizados en el seno de organizaciones internacionales. Destaca en este punto la labor del *International Insolvency Institute*, cuyas propuestas son el punto de partida en cuestiones como la de la financiación post-concurso, la insolvencia transfronteriza o el fraude comercial.

También ha de destacarse que la Ley Modelo de la CNUDMI sobre insolvencia transfronteriza ha sido adoptada en distintos Estados. En la interpretación de algunos artículos de la Ley Modelo, la propia CNUDMI apunta el interés que tienen ciertos casos resueltos aplicando el Reglamento 1346/2000, de 29 de mayo de 2000, en cuestiones como el significado del término “centro de los principales intereses” o el de “establecimiento”, para las que se mencionan numerosas decisiones jurisprudenciales (véanse A/CN.9/580, pp. 13 y ss.)

*Jaime Baillo Morales-Arce*

---

# BIBLIOGRAFÍA

---

## DERECHO BANCARIO

### — **NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA**

GEORGES/RUIZ CALZADO/van YSENDYCK, “Competition law enforcement in the financial sector”, en *Euredia*, n.º 4 (2004), p. 581.

GRUNDMANN, S., “Europäisches Gesellschaftsrecht”, Heidelberg (2004), 557 pp.

HORN, “Die Europa-AG im Kontext des deutschen und europäischen Gesellschaftsrechts”, en *DB*, n.º 3 (2005), p. 147.

### — **ESTATUTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

BONFATTI, S., *La “riforma urgente” del diritto fallimentare e le banche. Problemi risolti e irrisolti*, Milán (2003), p. XIV-346.

GALGANO, F., “Il regolamento di grupo nei gruppi bancari”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 2.ª, p. 86.

KROMMYDA, M., “L’importance de la fonction de conformité ‘compliance’ pour l’intégrité de l’établissement bancaire”, en *Euredia*, n.º 4 (2004), p. 523.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “Efectos jurídicos de los avances tec-

nológicos en la definición de las entidades de crédito”, en *Revista de la Contratación Electrónica*, n.º 57 (2005), p. 3.

VITO CHIONNA, V., “L’accertamento della natura di ‘operatore qualificato’ del mercato finanziario rispetto ad una società”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 2.ª, p. 38.

### *BANCOS*

NEUHOF, “Beteiligungsrisiken der Banken”, en *WM*, n.º 9 (2005), p. 405.

PORTALE, G.B., “Fondazioni ‘bancarie’ e diritto societario”, en *Rivista delle Società*, n.º 1 (2005), p. 23.

### *CAJAS DE AHORROS*

WERNLI, S., *Schweizer Pensionskassen und Corporate Governance. Einflussnahme auf Schweizer Publikumsgesellschaften*, Zurich (2004), 277 pp.

### — **ÓRGANO DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

SENGER, M., *Bankenaufsicht, Unternehmensverbindungen und Bankengruppen*, Frankfurt (2004), 440 pp.

### — **RESPONSABILIDAD DEL BANCO (DE LA BANCA)**

GALANTI, E., “Responsabilità amministrativa delle persone giuridiche ex d.

Lgs. 231/2001 e vigilanza sulle imprese finanziarie: quale coordinamento?”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 219.

— **BANCA EXTRANJERA  
(ACTIVIDAD INTERNACIONAL  
DE LA BANCA)**

KÜMPEL, “Verbraucherschutz im Bank- und Kapitalmarktrecht”, en *WM*, n.º 1 (2005), p. 1.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

COMPORTI, C., “L’offerta fuori sede di strumenti finanziari nel diritto comunitario: situazione attuale e prospettive di riforma”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 52.

DRAETTA, U., “Commercio elettronico e protezione dei consumatori”, en *Diritto comunitario e degli scambi internazionali* (2002), p. 559.

ESTEBAN DE LA ROSA, F., “La inadecuación del sistema español de Derecho internacional privado de las cláusulas abusivas al Derecho comunitario: claves para una nueva transposición y propuesta legislativa”, en *La Ley*, n.º 6242 (29 de abril de 2005), p. 1.

GRACIANO REGALADO, J.C., “Ficheros de información sobre solvencia patrimonial y crédito: los ficheros RAI y ASNEF”, en *La Ley*, n.º 6223 (4 de abril de 2005), p. 1.

GRAZIUSO, E., “Un’ulteriore pronuncia della Corte di Giustizia sulla nozione di consumatore (Nota a Corte di Giusti-

zia, 22 novembre 2001, cause riunite n. C-541/99 e n. C-542/99)”, en *Diritto comunitario e degli scambi internazionali* (2002), p. 67.

TUSQUETS TRIAS DE BES, F., “El sobreendeutament dels consumidors. Aspectes jurídics”, en *Revista Jurídica de Catalunya*, n.º 2 (2005), p. 497.

— **DESCUENTO**

DE INCOLA, O., “Sul diritto della banca scontante alla restituzione della somma anticipata”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 2.<sup>a</sup>, p. 3.

— **GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD  
BANCARIA**

BARILLÀ, G.B., “L’abuso nell’escusione nelle garanzie ‘quadrangolari’”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 2.<sup>a</sup>, p. 85.

ESPIGARES HUETE, J.C., “Garantías ‘a primer requerimiento’ y condiciones generales de la contratación (comentario a Sentencia del TS alemán de 18 de abril de 2002)”, en *Derecho de los Negocios*, n.º 174 (2005), p. 25.

FALCONE, G., “Alcune riflessioni a margine del recente schema di contratto di fideiussione ‘omnibus’ concordato tra la Associazione Bancaria Italiana e talune asociación di consumatori”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, II (2003), p. 81.

MUGASHA, A., “Enjoining the Beneficiary’s Claim on a Letter of Credit or Bank Guarantee”, en *The Journal of Business Law*, (septiembre 2004), p. 515.

## DERECHO BURSÁTIL

— **EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO  
EN MATERIA BURSÁTIL  
EN OTROS PAÍSES Y EN LA UE**

BÖCKLI, P./HUGUENIN, C./DESEMONTET, F., *Expertenbericht der Arbeitsgruppe "Corporate Governance" zur Teilrevision des Aktienrechts*, Zurich (2004), 233 pp.

BÜRKLE, "Corporate Compliance-Pflicht oder Kur für den Vorstand der AG?", en *BB*, n.º 11 (2005), p. 565.

CACHI PESSANI, S., "Le azioni proprie ne presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie", en *Rivista delle Società*, n.º 2-3 (2004), p. 277.

CASPARI, "Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien", en *NZG*, n.º 3 (2005), p. 98.

DREYLING, "Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation" en *Der Konzern*, n.º 1 (2005), p. 1.

EKKENGA, "Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes", en *BB*, n.º 11 (2005), p. 561.

FERRARINI, G., "La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato", en *Rivista delle Società*, n.º 1 (2004), p. 43.

— "Armonizzare il governo societario in Europa?", en *Rivista delle Società*, n.º 2-3 (2004), p. 551.

GONDESEN, "Rechtssetzung durch die Exekutive im Investmentrecht", en *WM*, n.º 3 (2005), p. 116.

GUACCERO, A., "Alcuni spunti in tema di governance della società pubbliche dopo riforma del diritto societario", en *Rivista delle Società*, n.º 4 (2004), p. 842.

LÖSLER, "Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht", en *NZG*, n.º 3 (2005), p. 104.

MONTAGNANI, C., "Il controllo giudiziario: ambito de applicazione e limiti dell'attuale tutela", en *Rivista delle Società*, n.º 5 (2004), p. 1082.

MOSCO, G.D., "Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Un scalino sbeccato, da riparare in fretta", en *Rivista delle Società*, n.º 4 (2004), p. 863.

OBST, J.-S., *Der Schutz des Kleinaktionärs im börsennotierten Aktienkonzern. Eine Grundsatzkritik der Holzmüller-Doktrin*, Frankfurt (2004), 274 pp.

PAUL, T./PÄSLER, R.-H., *Das deutsche Investmentgesetz/ German Investment Law*, 3.ª ed., Frankfurt (2005), 550 pp.

RADKE, C., *Entsprechenserklärung zum deutschen Corporate Governance Kodex nach § 161 AktG*, Frankfurt (2004), pp. IX-313.

ROSSI, G., *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, vol. 2, Milán (2002).

RÜCKERT, S./SICKINGER, M./KUTHE, T., *Compliance Handbuch Kapitalmarktrecht. Publizitäts- und Verhaltenspflichten für Aktiengesellschaften*, Heidelberg (2004), 250 pp.

SCHWINTOWSKI, "Gesellschaftsrechtliche Anforderungen an Vorstandschaft und Corporate Governance durch das neue System der kartellrechtlichen Legalausnahme", en *NZG*, n.º 5 (2005), p. 200.

SPILLMANN, T., *Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften*, Zurich (2004), 311 pp.

WASTL, "Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht", en *NZG*, n.º 1 (2005), p. 17.

WASTL, U., *Aktienrechtliche Treuepflicht und Kapitalmarktrecht*, Frankfurt (2004), 102 pp.

WERNER, "Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz", en *NWB*, n.º 21 (2005), p. 1503.

WILSING, "Der Regierungsentwurf des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts", en *DB*, n.º 1 (2005), p. 35.

— **OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL**

FISCHER, "Die persönliche Haftung, ein wirksames Mittel zur Verbesserung der Kontrolltätigkeit des Aufsichtsrats bei kapitalmarktorientierten Unternehmen?", en *Der Konzern*, n.º 2 (2005), p. 67.

SCHRADIN, H., *Entwicklung der Rahmenbedingungen für die Finanzaufsicht. Auswirkungen auf die Versicherungswirtschaft*, Karlsruhe (2004), 46 pp.

— **ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN**

REIFF, G., *Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delisting*, Frankfurt (2004), pp. VII-188.

— **CONTRATOS BURSÁTILES. EN GENERAL**

DEIPENBROCK, "Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens", en *WM*, n.º 6 (2005), p. 261.

ENRIQUES, L., "Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 26.

ERKENS, "Directors' Dealings nach neuem WpHG", en *Der Konzern*, n.º 1 (2005), p. 29.

HENZE, "Vermögensbindungsprinzip und Anlegerschutz", en *NZG*, n.º 3 (2005), p. 115.

SÜSS, W., *Die Vermögensverwaltung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen*, Frankfurt (2004), 376 pp.

UBERTAZZI, L.C., "Concorrenza e contratti bancari: vent'anni dopo", en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 353.

WIENEKE, "Emissionspublizität", en *NZG*, n.º 3 (2005), p. 109.

ZIEGLER, "Die Prospekthaftung am nicht-organisierten Kapitalmarkt im Spannungsverhältnis zu personengesellschaftsrechtlichen Grundsätzen", en *DStR*, n.º 1 (2005), p. 30.

**OPAS**

BERGER/FILGUT, "Material-Adverse-Change-Klauseln in Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangeboten", en *WM*, n.º 6 (2005), p. 253.

BÖTTCHER, "Verpflichtung des Vorstands einer AG zur Durchführung einer Due Diligence", en *NZG*, n.º 2 (2005), p. 49.

COATES, IV, J.C., "Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?", en *Rivista delle Società*, n.º 6 (2003), p. 1177.

GEORGIEFF, A./HAUPTMANN, M., "Die Finanzierungsbestätigung nach § 13 WpÜG: Rechtsfragen in Zusammenhang mit überwiegend fremdfinanzierten öffentlichen Barangeboten", en *Die AktienGesellschaft*, n.º 8 (2005), p. 277.

GRUNDMANN, "Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie", en *NZG*, n.º 3 (2005), p. 122.

LOVATO SALTOS, J.I., “La oferta pública de adquisición (OPA) en el Ecuador”, en *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n.º 14 (2005), p. 61.

MAUL, “Die EU-übernehmerrichtlinie-ausgewählte Fragen”, en *NZG*, n.º 4 (2005), p. 151.

SEIBT/HEISER, “Analyse der EU-Übernehmerrichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts”, en *ZGR*, n.º 2 (2005), p. 200.

SKOG, R., “The European Union’s proposed takeover directive, the ‘break-through’ rule and the Swedish system of dual class common stock”, en *Rivista delle Società*, n.º 5 (2003), p. 1141.

STUMPF, G.H., *Das neue deutsche Übernahmerecht. Eine differenzierte Analyse des WpÜG und des Minderheitsausschlusses nach §§ 327 a ff. AktG*, Frankfurt (2004), 340 pp.

TORRENTE, F./CARVAJAL, J., “Las OPAs competidoras: algunas aclaraciones pendientes”, *La Ley*, n.º 6200 (1 de marzo de 2005), p. 15.

#### RÉGIMEN DE LOS INSIDER

CAHN, “Das neue Insiderrecht”, en *Der Konzern*, n.º 1 (2005), p. 5.

CASPER, “Persönliche Aussenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts”, en *BKR*, n.º 3 (2005), p. 83.

D’ARCY/MEYER, “Neue Anforderungen an die Zwischenberichterstattung durch die Transparenzrichtlinie”, en *Der Konzern*, n.º 3 (2005), p. 151.

FALKENHAUSEN, W. von, “Die befügte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG”, en *BB*, n.º 5 (2005), p. 225.

GROTHAUS, “Reform des Insiderrechts: Grosser Aufwand —viel Recht-

sunsicherheit— wenig Nutzen?”, en *ZBB*, n.º 1 (2005), p. 62.

KIRSCHHÖFER, “Führung von Insiderverzeichnissen bei Emittenten und externen Dienstleistern”, en *Der Konzern*, n.º 1 (2005), p. 22.

KOCH, “Neuerungen im Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität”, en *DB*, n.º 5 (2005), p. 267.

LEUERING, “Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG)”, en *NZG*, n.º 1 (2005), p. 12.

LIBONIUS, von “Aktuelle Rechtsfragen des Vertriebs von Finanzprodukten”, en *BKR*, n.º 1 (2005), p. 12.

QUERFURTH, J., *Die Inanspruchnahme öffentlicher Stellen durch geschädigte Anlager in Fällen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität*, Frankfurt (2005), 338 pp.

SAUER, “Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformation”, en *ZBB*, n.º 1 (2005), p. 24.

VEIL, “Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHaG”, en *BKR*, n.º 3 (2005), p. 91.

VEITH, “Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG”, en *NZG*, n.º 6 (2005), p. 254.

#### — SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

JORK/ENGEL, “Konsequenzen der Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zu darlehensfinanzierten Kapitalanlagen in geschlossenen Immobilienfonds”, en *BKR*, n.º 3 (2005), p. 3.

MORITZ/GRIMM, “Die Vermögensanlagen-Verkaufsprospekteverordnung : Inhaltliche Anforderungen an Verkaufsprospekte geschlossener Fonds”, en *BB*, n.º 7 (2005), p. 337.

## TÍTULOS VALORES

### — EN GENERAL

AA VV, “El desarrollo del mercado hipotecario en Iberoamérica”, en *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n.º 14 (2005), p. 5.

### — VALORES MOBILIARIOS

#### ACCIONES

BALP, G./VENTORUZZO, M., “Esclusione del diritto d’opzione nella società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione”, en *Rivista delle Società*, n.º 4 (2004), p. 795.

CENTONZE, M., “Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 1.<sup>a</sup>, p. 50.

CERRATO, S.A., “Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie”, en *Rivista delle Società*, n.º 2-3 (2004), p. 330.

CIAN, M., “Strumenti finanziari dematerializzati, diritto cartolare e diritto societario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 1.<sup>a</sup>, p. 11.

GARCÍA MATEOS, M.A., *Das neue Recht der Namensaktie. Bestandsaufnahme, Analyse und Kritik*, Frankfurt (2005), 270 pp.

HEINE, J./LECHNER, F., “Die unentgeltliche Auskehrung von Sachwerten bei börsennotierten Aktiengesellschaften”, en *Die AktienGesellschaft*, n.º 8 (2005), p. 269.

LA SALA, G.P., “Disciplina del processo e acquisto di buona fede in regime di dematerializzazione”, en *Rivista delle Società*, n.º 6 (2004), p. 1.391.

LAUDONIO, A., “La disciplina delle azioni dematerializzate: problemi e prospettive”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 525.

MALTSCHIEW, R., *Der Rückwerb eigener Aktien in der Weltwirtschaftskrise 1929-1931. Eine Untersuchung zu den Hintergründen und Zielen der Notverordnung des Reichspräsidenten vom 19.9.1931*, Berlin (2004), 185 pp.

MINERVINI, G., “Azioni dematerializzate e libro dei soci nel codice civile rinnovato”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 1.<sup>a</sup>, p. 1.

MÜLLER-NEUHOF, K./RÜHLE, A., *Aktienerfolg mit Neuemissionen. Zeichnungsofferten richtig prüfen und bewerten*, Sternenfels (2005), p. 324.

STUPP, “Anforderungen an die Vinkulierung bei Namensaktien”, en *NZG*, n.º 5 (2005), p. 205.

TUCCI, A., “La nozione di ‘sede’ nell’offerta di stock options ai dipendenti di società controllata”, en *Banca Borsa Titoli di Credito*, n.º 1 (2005), parte 2.<sup>a</sup>, p. 105.

VANONI, S., “Contratti derivati su azioni proprie: profili di disciplina societaria”, en *Rivista delle Società*, n.º 2-3 (2004), p. 441.

WELLNER, M., *Bezugsrecht und der Bezugsrechtsausschluss bei der Aktiengesellschaft*, Linz (2004), 238 pp.

#### OBLIGACIONES

CARRIERO, G., “La disciplina delle obbligación nel nuovo diritto societario: prime valutazioni”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, I (2003), p. 511.

PÉREZ CARRILLO, E.F., *Aseguramiento de la responsabilidad de los administradores y altos cargos ejecutivos sociales. El seguro D&O en EEUU*, Madrid, Barcelona (2005), Marcial Pons, 260 pp.

El trabajo de la autora tiene muchos méritos, pero tal vez sea oportuno comenzar esta labor de recensión mencionando uno en particular como es constituir un exhaustivo análisis de las fuentes de esta concreta relación contractual. Ello no hubiera sido posible sin el perfecto conocimiento del idioma por parte de quien lo maneja con tanta facilidad poniendo a nuestra disposición una completa reelaboración de materiales utilizados en el país de origen del seguro D&O (*Directors and Officers*), Estados Unidos. Hay que destacar, por tanto, la enorme utilidad de este tipo de trabajos para aquellos investigadores que deseen continuar el estudio de figuras como ésta a partir de investigaciones como la que aquí se presenta.

El esquema seguido para estructurar la obra es el más lógico posible. Tres capítulos, precedidos por una introducción, dedicados respectivamente a exponer los mecanismos de protección de administradores y altos ejecutivos de sociedades mercantiles en EEUU, frente a las responsabilidades derivadas de su cargo, el riesgo asegurado y principales coberturas y, por último, las principales cláusulas de exclusión del riesgo cubierto. La citada introducción constituye una exposición muy atinada del objeto del trabajo, justificando adecuadamente las causas por las cuales se aborda el tema, sin descuidar siquiera cómo está la situación en otros países, algunos tan remotos como Australia o Japón. Se deja claro, en todo caso, que fue en Estados Unidos donde por vez primera se manifestó la tendencia a exigir responsabilidades a los administradores sociales y donde esta exigencia alcanzó mayor intensidad como consecuencia del importantísimo incremento de las demandas judiciales interpuestas. También fue allí donde se puso de manifiesto la importancia de no desincentivar a las personas más capacitadas para la administración social por circunstancias como las anteriores que pudieran alejarles de su actividad. En un panorama como el señalado no es de extrañar que se creara y desarrollara este contrato de seguro de responsabilidad de administradores y altos cargos ejecutivos como un tipo especializado de responsabilidad civil, cuyo origen más remoto se sitúa en los seguros marítimos y más en concreto, en el ámbito de la responsabilidad del empresario frente a sus trabajadores. A partir de aquí se desarrollan las diferentes fases de carácter histórico-económico que explican de un modo muy dinámico el desenvolvimiento de la figura hasta la actualidad, destacando cómo a partir de la década de los ochenta se fue produciendo un “movimiento silencioso” de extensión de este seguro de protección de la responsabilidad civil de los administradores, que afecta también a España.

Por tanto, es la contundente influencia estadounidense en el sector la que sirve de pauta a la autora para ir desgranando en los tres capítulos que constituyen el cuerpo de la obra los elementos fundamentales que son objeto de tratamiento. Y se hace con una profundidad y un manejo de las fuentes, como ya en parte se ha señalado, que resultan ciertamente destacables porque una cuestión es prever o intuir lo que puede estar sucediendo en un determinado esquema normativo y otra muy distinta comprobarlo de primera mano. De este modo, cuando se aborda en el primer capítulo el estudio de los mecanismos de protección de este grupo de personas por el desempeño de su labor, se manejan datos muy precisos acerca de cómo tuvo lugar el desarrollo ante los tribunales de los diferentes casos que se fueron planteando hasta crear una doctrina afín a la admisibilidad de este tipo de supuestos, siempre y cuando estuviera presente el mínimo de diligencia exigible a los administradores. Se aborda, igualmente, el desarrollo legislativo que ha tenido lugar para liberarlos de responsabilidad en determinados supuestos y la falta de homogeneidad existente al respecto como consecuencia de los diferentes resultados conseguidos en la trasposición concreta a normas positivas, en las que aparecen diversos niveles de exigencia y diferentes requisitos para conseguir un efecto equivalente.

Centrándose ya en el seguro como mecanismo de protección, la concreción va más allá al distinguir los distintos modelos posibles según se trate de un contrato indemnizatorio concluido por cuenta propia o ajena, o bien, un contrato celebrado para proteger el interés patrimonial de administradores y altos cargos ejecutivos. La primera modalidad es prácticamente un régimen abandonado en la actualidad pero su importancia deriva del hecho de que sus rasgos están presentes en la estructura general del contrato, así como en la interpretación judicial del mismo. A partir de aquí comienza el tránsito por el difícil camino de delimitar, dentro de las múltiples posibilidades existentes y de los intereses confluyentes en esta materia, la figura o figuras contractuales que resultan determinantes y cuyo estudio se acomete con seriedad y rigor.

Una cuestión que queda clara es que el riesgo asegurable consiste por parte de los asegurados, administradores y ejecutivos, en mantener intactos sus bienes presentes y futuros. El tratamiento de los elementos personales del contrato resulta normalmente una cuestión bastante pacífica. En sus orígenes el seguro D&O comenzó siendo contratado por grandes sociedades mercantiles que cotizaban en bolsa, pero a medida que fue quedando patente la utilidad de este contrato, las compañías lo ofrecieron también para pequeñas y medianas empresas y para otro tipo de entidades. El tomador, sin embargo, sigue siendo en la mayor parte de los casos una sociedad mercantil que pretende garantizar los riesgos patrimoniales de sus administradores y altos ejecutivos sin que exista impedimento alguno para que puedan contratar en nombre propio y actuar como tomadores y asegurados al mismo tiempo. Son, en definitiva, los *directors*,

como principales sujetos asegurados en el contrato D&O, contemplados en las pólizas con un carácter muy amplio; y los *officers*, encargados de poner en práctica las políticas sociales, llevar la gestión diaria, la información al consejo, de quien reciben su nombramiento, y la redacción de las propuestas de resolución. Tampoco se olvida de señalar que el contrato de seguro en cuestión se concierta frecuentemente en el seno de un grupo de sociedades siendo habitual que la póliza se refiera a todos los administradores y altos cargos ejecutivos de todas las sociedades, matriz y filiales del grupo así como al ejercicio de los cargos por parte de unos u otros sujetos.

En el tratamiento de la celebración del contrato, la autora se concentra en los tipos de documentos que conforman el pacto de seguro y el valor jurídico que les otorga el ordenamiento norteamericano, con la circunstancia de que el seguro D&O es uno de los contratos menos estandarizados. Cada aseguradora cuenta con condicionados distintos que varían y evolucionan con el mercado y que además se adaptan según el modelo de negocio, sector de actividad y características de la tomadora del seguro. Se hace especial hincapié en los tratos preliminares así como en el contenido del contrato con las principales disposiciones obligatorias tanto durante de la vigencia del contrato y antes de la reclamación, como posteriores al momento de dicha reclamación y sin descuidar la posible interpretación de los distintos documentos contractuales. Para realizar esta labor de interpretación, se adentra en el estudio de los institutos comunes del contrato de seguro lo que le va a permitir integrar este modelo contractual concreto.

Las obligaciones de las partes como contenido del contrato reciben una especial dedicación, quedando perfectamente perfiladas por la labor de depuración que se realiza, destacando en cada una de ellas las peculiaridades más significativas. Se realiza la clasificación de las disposiciones de los contratos D&O en *duties* o deberes, y *conditions*, de modo que a la primera categoría suelen corresponder las obligaciones del asegurador y, en particular, la de satisfacer la indemnización, y su incumplimiento permite a la contraparte obtener una indemnización o el cumplimiento específico. Por su parte, las condiciones suelen corresponder al tomador y al asegurado, y permiten a la otra parte liberarse de las prestaciones que de otro modo le hubieran resultado exigibles, en definitiva, le permiten rescindir el contrato. En relación a la que constituye sin duda la principal obligación del asegurado como es el pago de la prima, se pone de manifiesto la inviabilidad en este ámbito del seguro pleno por las dificultades para establecer el montante real del riesgo en un periodo determinado y por la necesidad de que indemnización y prima (es un seguro realmente costoso) guarden una relación equitativa para permitir al asegurador mantener su actividad.

De particular importancia e interés resulta el apartado dedicado a la interpretación de los documentos contractuales y de su contenido. Una vez más el

entorno en el que se ha realizado la obra determina la necesidad de acometer esta tarea y adentrarse en el estudio de la jurisprudencia de aquel país y de cómo se realiza esta tarea interpretativa, así como los principios utilizados para llevarla a cabo.

El riesgo asegurado es objeto de tratamiento en el capítulo II. El completo estudio que se hace del mismo parte de la diferenciación general entre los posibles supuestos que lo pueden generar, bien se trate de un riesgo derivado de actos de mala gestión o *wrongful act*, bien de una pérdida patrimonial o *loss*. A partir de aquí, los seguros D&O se estructuran en torno a tres coberturas principales, por un lado, la referida a la responsabilidad de los administradores y altos cargos por acciones u omisiones en el ejercicio de su cargo; el adelanto por parte de la sociedad administrada de los gastos de defensa, así como de las indemnizaciones que deban satisfacer los administradores y altos ejecutivos como cobertura de reembolso, situándose en último término la cobertura de defensa jurídica, aunque se hace también una referencia a la cobertura excepcional de riesgos de la sociedad mercantil administrada.

La primera de todas estas coberturas es la más clásica y requiere una delimitación correcta del ámbito competencial en el que pueden actuar dichos administradores. Para ello resulta necesario vincular esta materia con los especiales deberes que presiden el estatuto jurídico del administrador, y más aun con las peculiares características que lo definen en el ordenamiento estadounidense. De este modo, la definición de *wrongful act* incluye tanto los incumplimientos del deber de diligencia, bien de modo implícito en el propio concepto de acto de mala gestión, bien de forma explícita en la definición contractual de este término, como el deber de lealtad. El estudio realizado no se detiene, ni mucho menos, en los aspectos generales de estos deberes de los administradores, sino que va mucho más allá haciendo un recorrido por los diferentes incumplimientos legales que en la práctica pueden tener lugar, la problemática del dolo y los actos intencionados en relación con esta cobertura.

La llamada cobertura de reembolso determina que el asegurador deba reintegrar a la sociedad administrada ciertas cantidades en función de lo establecido en la póliza, siendo una de las cuestiones más interesantes a destacar la relativa a los posibles acuerdos colusorios que se pueden dar entre los interesados en el seguro y los mecanismos para evitar dicha colusión. A ello se añade que, si bien la utilización de la franquicia es habitual en todo el seguro D&O, en esta cobertura concreta dicha franquicia suele ser bastante elevada con los consiguientes problemas que pueden repercutir en los asegurados. Por su parte, la cobertura de defensa jurídica es uno de los supuestos en los que se puede diferenciar con mayor nitidez los elementos del seguro D&O frente a otros seguros de responsabilidad civil.

La lista de coberturas finaliza con la última incorporación al mercado asegurador de este tipo de seguro. Se trata de la cobertura excepcional de riesgos de la sociedad mercantil administrada que implica la posibilidad de cubrir responsabilidades directamente imputables a la persona jurídica, y se adjunta la explicación del porqué de la incorporación de esta cobertura. Por un lado, la distribución de riesgos entre sujetos asegurados y no asegurados y, por otro, la introducción de una mayor competencia en este mercado. A pesar de ello, persisten las voces que señalan que el seguro D&O está pensado para proteger a los administradores y no a la sociedad.

El tercer y último capítulo de esta obra está dedicado a las principales cláusulas de exclusión del riesgo cubierto o exclusiones contractuales que según la definición manejada por la autora consisten en disposiciones de las pólizas de seguros que sirven para eliminar o restringir la cobertura en relación con reclamaciones y daños específicos en ellas identificados. En este apartado se realiza una ingente labor recopilatoria y clasificadora de todos los potenciales supuestos que en la práctica se pueden dar, según que se trate de exclusiones de riesgos derivados de actuaciones que pudieran violar el orden público; de exclusiones relacionadas con la posición jurídica del demandante de responsabilidad frente a los asegurados; de las relacionadas con la responsabilidad derivada del aprovechamiento del cargo; de la emisión y negociación de acciones de la sociedad mercantil administrada o de alguna sociedad del grupo; relacionadas directamente con la estructura de la sociedad administrada y su grupo; por violaciones de leyes sectoriales, refiriéndose en último lugar a las cláusulas de delimitación del riesgo cubierto, que constituyen una de las cuestiones más problemáticas y, al mismo tiempo, más interesantes no sólo en este ámbito, sino en general en todo el mundo de los seguros.

Estamos, por tanto, ante una obra especialmente valiosa, no sólo por el tratamiento que en sí realiza de una figura jurídica, sino también por elaborar dicho estudio en el entorno de otro ordenamiento jurídico, lo cual siempre implica una dificultad añadida y la necesidad de superar el mayor número de obstáculos que ante los objetivos del autor se presentan. Este quehacer ordenado, sobre todo en el modo de ir presentando los contenidos, con las cadencias oportunas y dedicando a cada uno de ellos los espacios precisos, el rigor en la utilización de los materiales, el apoyo en la doctrina jurisprudencial más reciente, con el contraste debido respecto a las distintas soluciones aportadas, hace que estemos ante una monografía de obligada consulta y lectura para poder conocer el mundo de los seguros D&O.

*María Jesús Peñas Moyano  
Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad de Valladolid*